

글로벌 금융위기 이후의 통화정책*

김중수 (한국은행 총재)

1. 서 언

“Understanding how to prevent stability from creating future vulnerability will require us to rethink a great deal about economics and how economies operate. ... Whether or not our economies manage to avoid a major global recession, economics is in crisis.” S. Johnson(2009).

글로벌 금융위기가 발생한지 어언 5년이 되어가고 있지만 아직도 총체적 해결의 실마리가 묘연한 상황이다. 글로벌 경제여건 변화에 대응하여 각국이 다양한 정책을 시도하였음에도 불구하고 세계경제는 글로벌 금융위기 이전의 성장 모멘텀을 회복하지 못하였을 뿐 아니라 위기재발방지를 목적으로 추진하여온 금융규제개혁조차도 마무리하지 못하고 있는 실정이다.

* 본고는 2013년 2월 21~22일 고려대학교에서 개최되는 2013 경제학 공동학술대회, 제1전체회의, 「글로벌 금융위기와 한국경제의 새로운 패러다임 모색」에서의 발표를 위해 작성되었다. 본고의 내용은 지난 3년 동안 BIS/IMF/FSB/GHOS/G20회의를 위시하여 각종 국제회의의 토의에 참여하면서 느꼈던 ‘글로벌 금융위기 이후의 중앙은행의 새로운 위상과 역할’에 관한 필자의 생각을 정리한 한국은행 내부 자료, “중앙은행의 과제와 비전: 우리는 어디에 서있고 어디로 가는가?”(2012. 3. 16), 한국은행 창립 제62주년 기념사(2012. 6. 12), 한국은행 2013년 신년사(2013. 1. 2) 등에서 부분적으로 밝힌 내용들을 이론적·실증적 자료를 뒷받침하면서 종합적으로 수정·보완한 것이다. 원고작성 과정에서 많은 동료들의 도움을 받았다. 서영경 금융시장부장은 전 부문에 걸친 방대한 자료를 체계적으로 취합·분석하는 데 큰 기여를 하였다. 정규일 경제연구원부원장과 이환석 통화연구팀장(현 워싱턴DC 주재원)은 통화정책에 관한 역사적 자료를 수집·정리하는 데 도움을 주었다. 또한 김종화·김준일 부총재보의 전문가적 조언이 없었으면 원고가 현 수준에 이르지 못하였을 것으로 생각하며, 위의 모든 동료들에게 감사의 뜻을 표한다. 그럼에도 불구하고 남아 있는 원고의 오류는 전적으로 필자의 책임임을 밝힌다.

글로벌 금융위기 이후 전 세계는 급격한 경기 침체와 금융시스템 붕괴를 방지함과 동시에 위기의 요인으로 지목되었던 실물부문에서의 글로벌 경제의 불균형을 치유(global rebalancing)하고 금융부문에서의 위기방지를 위한 규제 및 감독체계를 정비하기 위해 노력을 기울여왔다. 각국 정책당국은 대공황(Great Depression) 당시 정책실패의 경험을 교훈 삼아 대폭적인 재정지출 확대와 금리인하 등 경기부양을 위한 과감한 거시정책을 실시하였으며, 글로벌화된 경제환경에서 정책효과의 극대화를 추구하기 위해 국제공조를 강화하였고, 중앙은행의 최종대부자 기능과 정부재정을 활용하여 금융기관의 부실과 이로 인한 금융의 시스템적 위험의 확대를 방지하였다. 이에 따라 경제적 파국과 금융시스템 붕괴를 막을 수 있었지만 일부 선진국의 경우 재정적자 확대에 의해 경제성장의 지속가능성이 우려될 만한 수준으로 국가채무가 급증하였고 그 결과 남유럽 국가를 중심으로 국가채무위기가 발생·확산되었다.

글로벌 불균형 완화와 규제·감독체계의 원활한 개혁을 위해서는 글로벌 경제의 회복이 뒷받침되어야하나 현 상황은 글로벌 경제의 성장세가 미진한 가운데 주요 선진국들은 오히려 장기 저성장 가능성을 우려해야 하는 형국에 처해 있다고 할 수 있다. 이러한 상황 하에 주요 선진국에서는 정책여력이 소진된 재정을 대신하여 통화정책의 적극적 역할이 요구되었다. 그러나 주요 선진국 중앙은행은 명목금리가 제로하한(zero lower bound)에 도달하면서 더 이상 정책금리 조정이 어려워짐에 따라 양적완화(quantitative easing: QE)로 특징지어지는 다양한 비전통적 통화정책수단을 활용하게 되었다. 최근 미 연준의 경우 실업률과 기대인플레이션에 대한 일정요건(threshold)을 기준으로 하는 사전적 정책방향 제시방식(forward guidance)¹⁾을 도입하는 등 커뮤니케이션 정책 강화를 통화정책의 주된 수단으로 활용하는 데에까지 이르고 있다.

글로벌 금융위기의 대응과정에서 주요 선진국에서는 중앙은행의 기능이 기존의 물가안정뿐 아니라 금융안정과 실물경기 부양 및 고용증대 등의 영역으로 확대되었으나 역사적으로 회고해 보면 중앙은행에게 이러한 역할이 부여된 것이 새롭다고 할 수는 없다. 지난 한 세기 중 세계대전 및 대공황, 1970년대의 초인플레이션(Great Inflation) 시기 등 정치·사회·경제적으로 큰 변혁이 발생할 경우 중앙은행의 역할이 중대한 변화를 겪어왔다는 점을 감안할 때 이러한 현상은 오히려 자연스러운 일이라고 할 수 있다. 특히 시대적 여건 변화에 따라 중앙은행의 역할만 바뀐 것이 아니라 명목기준지표(nominal anchor) 등 통화정책의 운영체제도 함께 변화해 왔다. 이러한 맥락에서 글로벌 금융위기의 발생은 기존 중앙은행의 역할과 통화정책 운영체제에 대해서 다시 한 번 생각해 보는 계기가 되었다고 할 수 있을 것이다.

이번 금융위기는 물가안정이 거시경제 안정을 보장하지 않으며, 금융위기의 사후적 수습에는

1) 사전적 정책방향 제시방식은 중앙은행이 향후 통화정책 방향에 대해 명시적으로 시그널을 전달하는 커뮤니케이션 방법이다. 미 연준은 2012년 12월 0~0.25%인 페더럴펀드금리(federal funds rate) 목표수준을 적어도 실업률이 6.5%를 상회하고 1~2년 후의 인플레이션 전망이 2.5% 이내로 유지되고 장기 인플레이션 기대가 적절한 수준에서 안착(well anchored)되는 한 유지하겠다고 밝혔다.

막대한 경제·사회적 비용이 소요되므로 중앙은행에게 물가안정뿐만 아니라 금융안정 책무를 부여해야 한다는 교훈을 주었다. 또한 그동안 통화정책은 장기적으로 고용 및 실질생산 수준에 의미 있는 영향을 미치지 못하는 것으로 인식되어 왔으나 글로벌 금융위기와 같은 대불황(Great Recession)에 적극적으로 대응하지 않을 경우 장기성장기반이 훼손될 수 있으므로 중앙은행도 지속가능한 안정 성장 도모에 보다 관심을 가질 것이 요구되었다. 주지하다시피 재정여력이 소진된 선진경제에서 이러한 요구가 현실적으로 더욱 강하게 제기되어 왔다.

이밖에도 글로벌 금융위기를 경험하면서 통화정책과 재정정책, 외환정책 등 여타 거시경제정책 간의 전통적인 분업관계가 더 이상 유지되기 어렵고 거시경제정책 상호간의 영향과 적절한 정책 조합에 대한 고려가 필요하다는 인식이 확산되었다. 또한 금융위기 이후 모든 경제주체들에게 무차별적으로 적용되는 거시정책 위주의 중앙은행의 통화정책이 소득분배를 악화시켰다는 분석이 제기되었고 심지어 분배악화가 위기의 원인이라는 주장도 나타나고 있다. 이에 따라 이제는 금융 포용 등 미시적 문제에도 중앙은행이 관심을 기울일 것이 요청된다고 볼 수 있다.

이처럼 글로벌 금융위기는 중앙은행과 통화정책의 새로운 역할을 정립하는 분수령이 되고 있다고 해도 과언이 아니다. 따라서 ‘경제의 위기’에 더하여 기존의 경제학이 위기를 예측할 능력을 보유했지 못했다는 의미에서 ‘경제학의 위기’로까지 거론되면서 다양한 과제에 대한 논의가 이루어지고 있다. 지금까지 제기되었고 앞으로도 제기될 여러 논의는 중앙은행으로서 계속 고민하고 그 해법을 찾기 위해 지혜를 모아야 할 도전 과제라고 할 수 있다.

본고는 다음과 같이 전개된다. 우선 제2절에서는 글로벌 금융위기와 연계되어 제기되어 온 중앙은행과 통화정책의 역할 변화를 역사적으로 고찰하고, 제3절에서는 동 역할 수행에 필요한 통화정책 운영체제를 논의한 후, 제4절에서는 통화정책과 관련되어 최근 제기되는 도전 과제를 분석하고, 마지막으로 정책적 시사점과 결어가 이어진다.

2. 중앙은행 역할에 대한 역사적 고찰

“Central banks had generally three main objectives of functional roles: to maintain price stability, ..., to maintain financial stability, ..., to support the state’s financing needs at times of crisis, but in normal times to constrain misuse of the state’s financial powers.” C. A. E. Goodhart(2010).

이번 글로벌 금융위기를 계기로 기존의 경제이론과 경험이 위기를 예측하지 못했다는 자성과 함께 위기 이후 바람직한 중앙은행의 위상과 역할 정립에 대한 논의가 다각도로 전개되고 있다. 그동안 중앙은행의 위상이 시대상황에 따라 동태적으로 변화해 온 점에 비추어 중앙은행 역할에 대한 역사적 고찰을 통해 과거로부터 교훈을 얻고 앞으로 나아갈 방향을 모색할 필요가 있다. 중

양은행의 본질적 기능은 법에 의해 효력이 뒷받침된 불환지폐를 창출하는 능력(발권은행)을 활용하는 것이라고 할 수 있다. 이러한 중앙은행 업무의 본질로부터 불환지폐의 가치를 유지하고, 금융시스템의 안정을 도모하며, 재정과 적절한 관계를 유지해야 한다는 중앙은행의 역할이 도출되며 이중 어느 역할이 중시되었는지는 시대적 배경과 당면한 경제문제에 따라 변화해 왔다. 본 절에서는 각 시대별 경제문제와 중앙은행의 역할이 어떠한 상관관계를 유지해왔는가를 고찰하고자 한다.

먼저 유럽 주요국가가 금본위제를 채택한 1870년대 이후 대공황 직후인 1930년대까지는 중앙은행의 금융안정 역할이 강조되었던 시기였다. 주지하다시피 금본위제도하에서 국내 통화량은 금보유량과 연결되어 있었으며 국가간 환율은 금교환 비율에 따라 자동으로 결정되는 고정환율이었다. 이러한 경제체제하에서 중앙은행의 역할은 발행화폐에 대한 금태환을 보장하는 한편 금융시장에 위기가 발생할 경우 최종대부자로서 금융안정 기능을 수행하는 것이었다. 1913년에 설립된 미 연준의 경우 설립법에 주요 책무가 금융안정과 금융감독만으로 규정되어 있었다는 것은 당시의 이러한 관념을 명확히 나타낸다고 하겠다.²⁾ 특기할 만한 것은 이때의 금융안정은 위기에방 차원이 아닌 위기관리 차원의 사후적 금융안정을 의미한다는 것이다. 19세기 후반기에 안정적으로 운영되던 금본위제는 제1차 세계대전과 대공황 등을 거치면서 서서히 붕괴되었고 이에 따라 중앙은행의 역할도 새로운 변화를 맞이하게 되었다.

다음으로 1940년대 이후 1960년대까지는 정부의 강력한 영향력으로 인해 중앙은행의 재정에 대한 지원이 강조되었던 시기라 할 수 있다. 제2차 세계대전 이후 각국 중앙은행은 사실상 정부의 지배하에 있었으며 각국 정부는 전후 경제 재건을 위해 재정정책을 중심으로 총수요관리정책을 실시하였다. 한편 각국이 금본위제도를 폐지하고 관리통화제도로 이행함에 따라 중앙은행의 통화공급량에 대한 일정한 준거가 되는 명목기준지표의 필요성이 대두되었다. 미국의 주도로 탄생된 브레튼우즈체제는 조정가능 고정환율제도로써 환율이 명목기준지표의 역할을 수행하였다. 동 체제는 고정환율을 유지하되 강력한 자본통제를 실시함으로써 각국 중앙은행이 통화정책을 국내목표 위주(통화정책의 자율성)³⁾로 운용할 수 있도록 설계된 것이었다. 이 시기 중앙은행의 주된 역할은 재정정책을 보조하기 위해 저금리를 유지함으로써 국채가격을 지지하거나 은행의 자금배분에 개입하여 특정부문으로 신용공급을 유도하는 것이었다. 이러한 정책은 경제학 이론으로도 뒷받침되었는데 대표적으로는 케인즈 학파가 통화수요의 낮은 금리탄력성을 기초로 주장했던 통화정책의 유효성 제약이론 그리고 실업률과 인플레이션간에 단기적으로 상충관계가 존재한다는 필립스곡선 이론 등을 들 수 있다. 그러나 이 시기에도 중앙은행이 재정에 항상 종속되기만 한 것은

2) 설립 당시 미 연준법(The Federal Reserve Act)은 연준의 책무를 유동성 위기에 처한 금융기관에 대한 자금공급, 상업어음 재할인, 은행감독 등으로 규정하고 있었다(Reinhart and Rogoff, 2013).

3) Flemming(1962)과 Mundell(1963) 등이 주장한 삼불가론(trilemma) 이론에 의하면 고정환율제도하에서 통화정책의 자율성을 확보하기 위해서는 자본이동을 통제하여야 한다.

아니었으며 미국의 재무부-연준 합의(Treasury-Fed Accord)에서 보듯이 재정을 견제하는 역할을 수행하기도 하였다.⁴⁾ 동 합의는 중앙은행이 정부의 압력으로부터 자유로워지는 계기가 되었는데 다른 한편으로는 이로 인해 재무부와 중앙은행의 역할구분이 명료해지기 시작했다고도 할 수 있다. 당시 미국의 경우, 전비조달을 위해 발행한 국채의 상환부담을 낮추기 위해 재무부는 금리를 낮게 유지하고자 하였고, 반면 중앙은행은 그동안 풀렸던 유동성을 수축하기 위해 금리를 올릴 필요성을 느끼고 있었으므로, 서로 다른 정책목표를 여하히 조화롭게 추구할지에 대한 규칙이 정해진 것으로 이해할 수 있는 것이다. 브레튼우즈 체제는 Triffin의 딜레마가 잘 나타나고 있는 것처럼 특정국가의 통화가 기축통화로 사용됨에 따라 기축통화의 신인도 유지와 전 세계에 대한 적정 통화공급 사이에 근본적 상충관계가 존재하므로 장기간 지속되기가 어려운 체제였다. 1960년대 후반에 들어서면서 기축통화국인 미국 경제가 대내외적 어려움에 처하자 브레튼우즈 체제는 흔들리기 시작하였고 동 체제의 붕괴는 환율이라는 명목기준지표가 사라지면서 중앙은행 스스로가 본원통화를 적절히 통제해야 하는 새로운 시대를 여는 기폭제가 되었다.

다음으로 1970년대 이후 2007년까지는 중앙은행의 물가안정 역할이 강조되었던 시기였다. 흔히 1970년대는 초인플레이션 시대로 불리는데 이의 배경은 수요와 공급 양 측면에서 찾아볼 수 있다. 수요측면에서는 전후 경제부흥을 위한 각국의 적극적 재정지출과 브레튼우즈 체제 붕괴 이후 환율유지 부담이 해소된 데 따른 각국의 완화적 통화정책을 들 수 있다. 공급측면에서는 두 차례에 걸친 유가충격을 들 수 있는데 동 충격은 스태그플레이션을 유발함으로써 총수요관리정책에 일정한 한계가 있다는 인식을 심어준 계기가 되었다. 이후 높은 수준의 인플레이션은 경제의 효율성 저하(Lucas, 1972)와 자원배분의 왜곡(Feldstein, 1997)을 초래한다는 이론 및 실증적 바탕위에 물가안정이 중앙은행의 가장 중요한 책무로 등장하였다. 물가안정을 위해 초기에는 대부분의 중앙은행이 통화량을 명목기준지표로 채택하였으나 금융혁신의 영향으로 통화수요가 불안정해지면서 통화량과 실물경제간의 연계성이 약화됨에 따라 1980년대 중반에는 대부분의 중앙은행이 통화량목표제를 폐지하였다. 이후에는 많은 국가들이 인플레이션 자체를 명목기준지표로 삼는 물가안정목표제로 이행하였다.

1980년대 중반 이후부터 이번 위기 이전까지 경기변동의 진폭이 크게 작아졌던 시기를 통상 대안정(Great Moderation) 시대라고 부른다. 이 시기에 경기변동이 완화된 것은 환경적 요인(good luck)도 작용했지만 경기안정화정책 특히 통화정책의 기여가 컸던 것(good policy)으로 평가되고 있다. 또한 이 시기에는 경제학계에서도 새 신고전파종합학과(new neoclassical synthesis)를 중심으로 중앙은행업무(central banking)에 대한 표준적인 이론이 확립되었다. 이중 거시경제와 관련된 것으로는 인플레이션과 실업간에 장기적으로는 상충관계(trade-off)가 없으며 거시경제 운영에 있어 시장참가자들의 기대가 매우 큰 역할을 한다는 것 등을 들 수 있다. 중앙은행과

4) 1951년초에 체결되었으며 동 협정에 의해 연준이 차환발행 국채의 상당량을 매입하고 재무부는 그에 따른 통화증발을 최소화하기 위해 국채 발행금리 인상 등을 시행하기로 하였다.

관련해서는 통화정책 수행에 동태적 일관성(dynamic consistency)이 중요하며, 중앙은행의 운영상 독립이 보장될수록 단기적 경기진작 압력으로부터 자유로워짐에 따라 거시경제의 안정성은 높아지고, 명목기준지표를 준수한다는 신뢰성 있는 약속이 민간의 기대에 유효한 영향을 미침으로써 물가안정과 실물경제의 안정성을 제고시킨다는 것 등을 들 수 있다.

이러한 인식에 기초하여 통화정책의 실제 운영면에서는 신축적 물가안정목표제(flexible inflation targeting)가 세계적인 표준으로 자리잡았다. 즉 통화정책은 장기적으로는 민간의 기대인플레이션을 안정시키는 데 중점을 두되 단기적으로는 성장률이 잠재수준으로 수렴하도록 신축적으로 운영되어야 한다는 것이다. 또한 민간의 기대형성 과정에 중요한 결정요인이 되는 중앙은행의 투명성, 책임성, 그리고 시장과의 소통 등이 강조되었다.

한편 금융안정도 중앙은행의 주요한 기능중의 하나라고 인식되기는 하였으나 중앙은행의 역할은 금융위기가 발생하면 이를 사후에 수습하는 데에 중점을 두어야 한다는 것이 일반적 견해였다. 즉 금리는 모든 경제주체에 무차별적 영향을 미치므로 금융안정을 위해 사용하기는 부적절하며 중앙은행보다는 금융안정에 특화된 감독기구가 규제정책을 통해 금융안정을 도모하는 것이 바람직하다는 것이다(Tinbergen's separation principle). 특히 중앙은행이 잠재적 자산거품에 대응해야 하는지에 대하여는 소극적 대응론이 주류를 이루고 있었다.⁵⁾ 그 이유는 거품 자체를 식별하는 것이 힘들고, 더욱이 위기는 발생하기 이전까지는 위기라고 인식되지 않으므로 위기방지를 위해 지불한 비용이 적절하게 평가될 수 없다는 한계를 갖기 때문이다. 따라서 금융위기 이전에는 거품 제거를 위해 금리를 대폭 인상할 경우 성장률 저하와 경기변동성 증가로 득보다 실이 더 큰 것으로 비판받을 소지가 있을 수 있으므로 거품이 붕괴된 후 완화적 통화정책을 통해 금융위기를 사후 수습하는 것이 현실적 대안이라는 주장이 대세를 이루고 있었다.

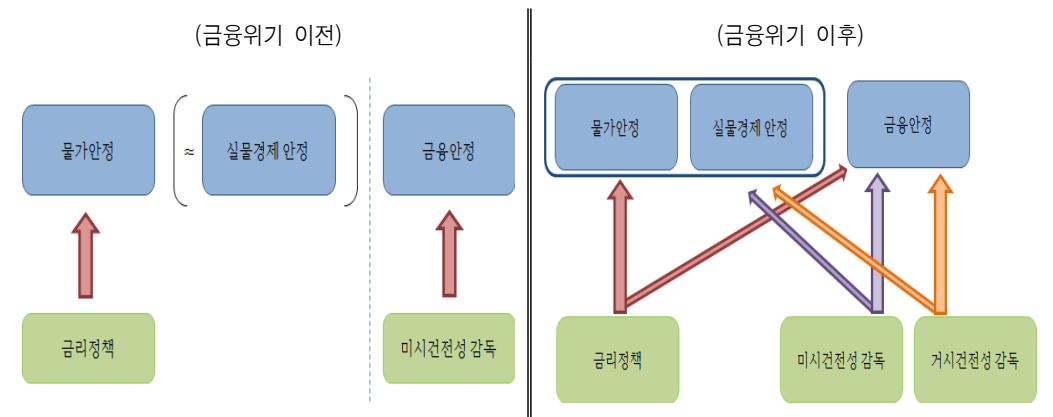
이러한 배경하에서 글로벌 금융위기 직전까지 주요국에서는 물가안정에 주력하면 거시경제의 안정을 달성할 수 있으며 금융안정은 감독기구의 미시건전성 규제에 충분하다고 믿었으나, 미국에서 시작된 서브프라임 모기지사태에서 볼 수 있듯이 한편에서는 금융의 경기순응적(pro-cyclical) 행태, 다른 한편으로는 세계 각 경제간 상호연계성(inter-connectedness) 고착이 시스템적 위험을 잉태시켜 미국에서 촉발된 위기가 유럽 및 신흥국으로 전파되면서 금융위기가 전 세계적으로 퍼져나가게 된 것이다.

마지막으로 2007년 이후에는 물가안정과 금융안정이 함께 강조되는 시기라고 할 수 있다. 글로벌 금융위기를 겪으면서 우리는 많은 교훈을 얻었다. 첫째, 물가안정이 거시경제의 안정을 보장하기에 충분하지 않다는 것이다. 물가가 안정된 시기에도 자산가격의 거품이 발생할 수 있으며 이러한 금융 불균형은 중장기적으로 실물부문의 성장과 안정에 심각한 악영향을 미친다는 점을 깨닫게 되었다(<그림 1> 참조). 둘째, 금융위기 발생 이후 완화적 통화정책을 통해 이를 사후적으로

5) Lean versus Clean 논쟁(White, 2009; Issing, 2011)을 참조하기 바란다.

수습하려고 할 경우 위기관리에는 어느 정도 성공할 수 있으나 경기는 조기에 회복되지 않을 수 있다는 것이다. 셋째, 금융시스템의 안정을 위해서는 미시건전성 규제만으로는 불충분하며 거시건전성 차원에서 접근해야 한다는 것이다. 즉 개별 금융기관에 대한 건전성 규제가 제대로 이루어진다고 하여도 금융시스템 전반의 리스크 축적과 동 리스크의 현재화로 인한 금융위기의 광범위한 확산을 방지하는 데 한계가 있다는 구성의 오류(fallacy of composition)를 깨닫게 되었다.

〈그림 1〉 통화정책과 금융안정간의 관계



자료: Blanchard(2011)를 일부 수정하였음.

이러한 교훈을 바탕으로 금융불균형 예방과 위기재발 방지를 위한 중앙은행의 금융안정 역할 강화가 모색되고 있다. 보다 구체적으로는 중앙은행 제도와 통화정책 수행방식에 대한 다양한 개선 논의가 이루어지고 있는데 먼저 중앙은행 제도와 관련하여 2009년 이후 BIS 회원국 중 법률 개정을 통해 중앙은행 목적에 금융안정 책무를 포함한 국가는 15개국⁶⁾에 이르고 있다. 아울러 미국, 프랑스, 영국 및 독일 등에서 중앙은행이 적극적인 역할을 수행하는 거시건전성 정책 담당기구들이 설립되었다. 이러한 배경에는 중앙은행이 시스템적 리스크 및 시장현황 분석에 전문성을 보유하고 있을 뿐만 아니라 인기가 없는 정책도 장기적 시계에서 독립성을 바탕으로 안정적으로 추진할 수 있는 장점을 보유하고 있다는 점 등이 영향을 미쳤다고 하겠다(Nier et al., 2011 등).⁷⁾ 한편 금융안정정책은 어느 한 기관이 독자적으로 수행할 수 있는 것이 아니므로 중앙은행이 동 정책을 추진할 경우에는 정부 및 감독당국과의 긴밀한 상호협력이 필수적이며 국제적 관행도 이러한 방향으로 정착되어 가고 있다. 다음으로 통화정책 수행방식과 관련하여서는 금융불균형 해소

6) 주요국가로는 영국, 이스라엘, 한국, 슬로베니아, 러시아, 아르헨티나 등이 있다.
 7) IMF가 2010년말 실시한 서베이(60개 회원국 대상) 결과에 의하면 조사대상 회원국의 90%가 중앙은행에 금융안정 책무를 부여하고 있는 것으로 나타났다.

를 위해 금리정책을 사전적·적극적으로 사용해야 한다는 견해가 점점 우세해지고 있다(Trichet, 2009; Borio, 2011). 금융안정을 위해 미시건전성이나 거시건전성 수단을 우선적으로 활용하되 필요시에는 통화정책을 활용하여 금융불균형의 심화를 사전에 예방하여야 한다는 것이다.

요약하자면 역사적 경험에서 보듯이 중앙은행은 각 시대의 요구와 도전에 대응하여 점진적으로 발전되어온 진화론적인 존재라고 볼 수 있다. 이러한 진화과정에서 중앙은행의 주된 역할은 금융 안정, 재정지원, 물가안정 등으로 정립되어 왔다. 글로벌 금융위기 이후에도 중앙은행이 추구해야 할 기본적인 가치는 물가안정이라는 점에 기초적인 변화는 없을 것으로 보이나 변화된 환경 하에서 금융불균형의 축적 방지, 위기이후 조속한 경기회복을 위한 재정정책과의 조화 등을 위해 보다 적극적인 역할을 수행하기를 요구받고 있다. 아울러 물가안정, 금융안정 및 실물경제 안정이 독립된 것이 아니라 동시에 달성되어야 할 목표라는 인식이 제고되었다. 이에 대응하여 앞으로 중앙은행은 물가안정과 더불어 금융안정, 재정정책과의 조화 등을 어떻게 추구할 것인지, 목표의 다양화에 대응하여 중앙은행이 보유한 정책수단들을 재발견하여 어떻게 활용할 것인지 등에 대한 새로운 방안 모색이 필요하다고 할 것이다.

3. 글로벌 금융위기를 계기로 본 통화정책 운영체제의 변화

"There has been an inherent tension throughout the history of central banks between their desire for maintaining the value of their currency and their function as banker to the (central) government." Capie et al.(1994).

글로벌 금융위기는 중앙은행의 역할과 책무 및 통화정책 운영체제에 대해서 새로운 문제의식을 제기하였다. 특히 중앙은행의 책무가 전통적 의미의 물가안정 이외에 금융안정, 재정지원 그리고 경기회복 지원 등으로 다변화되어야 한다는 논리가 확산되면서 기존의 통화정책 운영체제가 다양화된 책무를 달성하기에 적합하기에 대한 의문이 제기되었다. 이론적으로도 거시경제 변수간의 다양한 상충관계를 고려할 때 통화정책이 지향하는 목표를 모두 달성하려면 정책수단의 수가 적어도 정책목표의 수와 같아야 한다는 점에서 중앙은행의 책무에 대한 논의는 궁극적으로 통화정책 운영체제에 대한 논의를 수반할 수밖에 없다.

최근의 통화정책 운영체제에 대한 논의는 현재 다수의 국가에서 채택하고 있고 물가안정에 크게 기여한 것으로 평가받는 물가안정목표제(Inflation Targeting: IT)의 적정성 여부에 초점이 모아지고 있다. 글로벌 금융위기의 전개과정에 비추어 볼 때 물가안정목표제는 위기의 사전예방에 필요한 금융안정과 위기의 사후관리에 핵심적인 경기회복을 촉진하는데 있어 한계가 있다는 점에 대해서는 이미 상당한 공감대가 형성되었다. 그러나 물가안정목표제의 대안으로 제시되고 있는 통화정책 운영체제들도 각각의 장단점이 있으며, 일부는 실제로 운용된 사례가 없다는 점에서 제

도의 현실적 적합성에 대한 충분한 검증도 이루어지지 않은 상황이다.⁸⁾ 따라서 물가안정목표제의 한계에 대한 공감대에도 불구하고 아직 그 대안에 대해서는 통일된 의견이 없이 다양한 견해가 제시되고 있는 실정이다.

역사적으로도 중앙은행의 책무와 역할이 시대적 상황변화를 반영하여 진화론적으로 발전해온 것과 마찬가지로 통화정책 운영체제 역시 시대와 국가적 특성을 반영하여 변화해 왔다. 따라서 글로벌 금융위기라는 중요한 시대적 상황변화가 통화정책 운용체제와 관련하여 의미하는 바를 살펴보는 것은 매우 중요한 작업이라 할 수 있다. 본 절에서는 이미 도입되었거나 이론적으로 논의되고 있는 통화정책 운영체제에 대해 간략히 살펴보고, 글로벌 금융위기 이후의 통화정책 운영체제에 대한 시사점과 향후 과제를 논의하고자 한다.

1) 통화정책 운영체제의 유형과 특성

통화정책 운영체제의 궁극적인 역할은 통화정책의 명목기준지표⁹⁾를 제공하는 것이라 할 수 있다. 명목기준지표는 통화정책 기조(stance) 평가, 중앙은행 내부의 정책의사결정, 대외 커뮤니케이션 및 책임성과 관련된 핵심적인 요소로서 통화정책 운영체제를 구분하는 기준이라 할 수 있다. 명목기준지표는 각국의 경제구조, 금융시장 발달 정도 및 역사적 경험 등을 고려하여 최종적으로 선택되지만 일반적으로 다음의 세 가지 기준을 충족시켜야 한다. 첫째는 최종목표와의 안정적인 관계를 의미하는 정책의 유효성으로 명목기준지표에 대한 목표가 달성될 경우 잠재성장에 근접한 경제성장이 유지되는 가운데 물가안정이 달성되어야 한다. 둘째는 명목기준지표에 대한 통제가능성으로 중앙은행이 정책수단을 이용하여 명목기준지표를 통제할 수 있어야 한다. 셋째는 투명성과 단순성으로 명목기준지표에 대한 목표는 투명한 방식으로 설정되어야 함은 물론 목표달성여부에 대한 명확한 사후평가가 가능해야 한다. 특히 투명하고 단순한 명목기준지표는 중앙은행의 목적과 정책수행에 대한 일반 국민의 이해를 높여 경제주체의 기대가 안정적으로 형성되도록 한다.

통화정책 운영체제의 궁극적인 역할이 국가경제의 명목기준지표를 제공하는 것이라는 점에서 통화정책 운영체제는 환율제도와 불가분의 관계를 가지고 있다. 실제로 환율제도를 기준으로 통화정책 운영체제를 구분한다면 크게 나누어 고정환율제와 변동환율제로 나누어 볼 수 있다. 고정환율제의 경우 고정된 환율수준이 해당 경제의 명목기준지표를 제공하게 되는 반면 변동환율제 하에서는 별도의 명목기준지표가 필요하게 된다. 변동환율제 하에서 현재 가장 보편적으로 채택되고 있는 운영체제로는 물가안정목표제와 통화량목표제 등이 있으며, 아직 도입된 사례는 없으나 최근 주목받고 있는 운영체제로서 물가수준목표제와 명목GDP목표제 등을 고려해 볼 수 있다.

8) 과거의 경험을 살펴보면 우리나라를 포함한 많은 국가에서 금융위기 혹은 외환위기가 통화정책 운용체제의 변화를 촉발한 계기로 작용한 것이 사실이지만 대부분 이미 검증된 통화정책 운용체제들을 대상으로 한 변화였다는 점을 상기할 필요가 있다.

9) 명목기준지표는 특정 경제변수의 수준이나 증가율로 정의될 수 있는데, 이때 경제변수로는 물가지수(소비자물가지수, GDP디플레이터 등), 환율, 통화량, 명목GDP 등이 이용될 수 있다.

이상의 분류에서 제시된 통화정책 운영체제의 특성을 간략히 살펴보고자 한다.

(1) 고정환율제(환율목표제)

고정환율제는 특정국가의 통화 혹은 통화바스켓에 대하여 환율을 특정 수준에 고정하거나 일정 범위 내로 유지하는 방식이라는 점에서 이론적으로는 해당 국가의 명목기준지표를 환율고정 대상 국가의 명목기준지표와 일치시키는 것에 해당한다. 고정환율제를 뒷받침하는 제도적 장치의 견고성을 기준으로 분류하면 EMU와 같은 통화동맹(currency union)이 가장 견고한 제도이며 그 다음이 홍콩 등이 채택하고 있는 통화위원회제도(currency board)라고 할 수 있다. 한편 법적 뒷받침 없이 중앙은행이 채택할 수 있는 일반적인 페그제(peg)는 제도적 기반이 상대적으로 취약한 것으로 분류할 수 있다.¹⁰⁾ 잘 알려진 바와 같이 고정환율제는 중앙은행의 정책신뢰도가 상대적으로 낮은 소규모 개방경제에 보다 적합한 것으로 인식되고 있으며, 환율고정 대상 국가의 물가가 안정되어 있고 경기변동 측면에서도 양 국가가 높은 상관관계를 보일 경우 거시경제 안정을 달성하는데 기여할 수 있다. 이와 함께 기존의 많은 연구들은 고정환율제가 국제교역과 자본거래 활성화에 매우 유리한 제도라는 실증적 증거를 제시하고 있다. 그러나 독립적인 통화정책 수행이 어렵고 실물충격에 취약한 동시에, 거시경제정책(예: 재정정책)이 환율수준과 괴리되어 불균형을 초래할 경우 투기적 공격 등으로 인하여 제도 자체가 붕괴될 위험에 노출되어 있다는 단점을 지니고 있다.¹¹⁾ 실제로 1990년대까지 고정환율제를 유지하고 있던 다수의 국가들은 외환위기(1992 ERM, 1994 멕시코, 1997 태국 등)를 거치면서 변동환율제로 이행하였다.

(2) 통화량목표제(Monetary Targeting)

통화량목표제는 이론적으로 고전학파의 화폐수량설에 근거하고 있으며, 통화량지표의 증가율을 중간목표로 설정하여 간접적으로 물가를 통제함으로써 명목기준지표를 제공하는 방식이다. 통화량목표제는 통화량과 물가간의 안정적 관계, 중앙은행의 효과적인 통화량 조절능력 등을 전제로 하고 있으나, 금융자유화에 따른 신용창출 메커니즘의 변화 등으로 통화수요가 불안정해지면서 통화량과 최종목표 간의 연계성이 약화되고 중앙은행이 통화량목표를 달성하는 데도 한계를 노출하게 되었다. 특히 금융혁신, 금융상품 다양화 등으로 인해 통화량에 대한 정확한 정의와 측정이 어려워졌다는 측면과 함께 중앙은행이 특정지표를 자의적으로 선택할 수 있다는 점에서 정책의 투명성과 명료성이 상대적으로 낮고 물가안정에 대한 중앙은행의 책임소재를 판단하기 어렵다는 단점이 있다.

10) 현실적으로는 복수의 회원국가가 단일통화를 사용하는 통화동맹과 일정한 환율에 의해 자국통화와 특정 외국통화간의 교환을 법적으로 보장하는 통화위원회제도가 제도적 기반이 상대적으로 취약한 일반적 페그제에 비해 지속기간이 긴 것으로 나타나고 있다.

11) Krugman(1979)의 외환위기 모형은 재정정책이 환율수준과 괴리를 보일 때 고정환율제도가 어떻게 붕괴되는가에 대한 이론적 근거를 제공하였다.

이와 같은 운영상의 어려움으로 실제로 통화량목표제를 채택하였던 국가들도 여타 명목기준지표를 병행하여 운영하는 경우가 많았다. 미국은 1975년부터 1993년까지 20여년간 공식적으로는 통화량목표제를 운영체제로 채택하였지만 실제로는 페더럴펀드금리(federal funds rate) 조절에 중점을 두고 운용하였다. 통화량목표제를 가장 성공적으로 수행해 온 것으로 평가받는 독일의 경우도 전체 통화량목표제 기간(1975~1998년)중 목표를 달성한 기간은 50% 정도에 불과하며 중기물가목표의 제시 등을 통해 물가안정을 도모하고자 하였다.

(3) 물가안정목표제(Inflation Targeting)

물가안정목표제는 중앙은행이 명시적인 중간목표 없이 일정기간 동안 또는 중장기적으로 달성해야 할 물가상승률 목표치를 사전에 명시적으로 제시하고 이를 달성하기 위해 통화정책을 운영하는 방식이다.¹²⁾ 즉 중앙은행은 통화량, 금리, 환율 등 다양한 정보변수를 활용하여 장래의 인플레이션을 예측하고 실제 물가상승률이 목표치에 수렴할 수 있도록 통화정책을 운영하게 된다. 물가안정목표제는 1990년 뉴질랜드에서 최초로 도입된 이후 캐나다, 영국, 스웨덴 등 선진국과 한국, 멕시코 등 신흥시장국, 그리고 체코, 폴란드 등 체제전환국으로 확산되어 2013년 1월 현재 27개국에서 운영되고 있다.

물가안정목표제는 중앙은행이 통화량 등 중간목표 대신 최종적인 물가목표를 투명하게 제시함에 따라 명목기준지표가 명료하고 국민의 인플레이션 기대 형성이 용이하며 동시에 중앙은행의 목표 달성 여부를 직접적으로 그리고 쉽게 확인할 수 있다는 장점이 있다. 특히 가장 중요한 장점은 중기적 시계에서의 인플레이션 기대를 물가안정 목표수준에 부합하도록 안정화시킴으로써 재정적 통화정책이 초래할 수 있는 인플레이션 기대의 편의(bias)를 극복할 수 있다는 것이다. 이러한 시각에서 볼 때 물가안정목표제의 궁극적인 목적은 국민과 시장의 인플레이션 기대를 안정시키는 것이며, 이를 위해서는 중앙은행이 인플레이션을 기대수준에 부합하도록 관리할 것이라는 국민의 신뢰가 필수적이다. 물가안정목표제 하에서 중앙은행이 물가목표를 사전에 명시적으로 공표하고 이 목표를 사후적으로 최대한 충실히 준수하는 것도 중앙은행의 신뢰도를 확보하기 위한 것이라고 하겠다.

중앙은행이 신뢰도를 확보하기 위해서는 성공적인 목표 달성이라는 성과(track record)도 중요하지만 동시에 중앙은행이 사전에 제시한 물가목표가 국민과 시장의 의사결정에 중요한 준거로

12) 학술적 측면에서 물가안정목표제로 분류하려면 무엇보다도 ① 법적 혹은 제도적으로 물가안정이 통화정책의 단일 혹은 최우선 목표로 명시되어야 하며, ② 공식적 물가목표(official target)가 투명하게 제시되어야 한다. 이러한 점에서 미국의 통화정책 운영체제는 실질적으로는 물가안정목표제에 해당하지만 이러한 두 가지 요건을 동시에 충족시키지 못해 물가안정목표제로 분류되지 않고 있다. 최근 미 연준이 2% 물가목표를 공식적으로 제시하면서 두 번째 요건은 충족하였으나 고용극대화(maximum employment)와 물가안정(maximum employment and price stability)이라는 두 가지 통화정책 목표가 동일한 비중으로 간주되고 있어 첫 번째 요건을 충족하지 못하는 것으로 평가된다.

사용될 수 있도록 유도하는 것이 필요하다. 시장과 국민이 중앙은행이 제시하는 목표에 부합하는 의사결정과 기대를 형성하고 사후적으로 기대가 충족될 경우 통화정책의 동태적 일관성이 유지되고 인플레이션 기대의 편의를 방지하는 것이 가능해지기 때문이다.

다양한 장점으로 인하여 물가안정목표제는 매우 성공적인 제도로 정착되었으며 상대적으로 짧은 기간에 많은 국가로 확산될 수 있었던 것으로 평가된다. 물가안정목표제를 채택한 국가들의 경우 물가안정에 성공한 국가들이 많으며 세계적으로도 물가안정 기조가 공고해진 것으로 나타나고 있다. 실제로 선진국의 경우 1990년대 중반 이후 인플레이션이 낮은 수준을 지속하고 있으며, 다수 신흥국에서도 인플레이션율이 1990년대 초반 약 20% 수준에서 2000년대 초반 이후 5% 이하 수준으로 하락하였다.¹³⁾ 또한 물가안정목표제를 채택한 국가가 다른 통화정책 운영체제로 전환한 사례가 아직 없다는 점에서 물가안정목표제의 지속가능성은 매우 높은 것으로 평가받고 있다(Mishkin, 2007).

그러나 모든 정책수단이 그러하듯이 물가안정목표제도 취약점이 없는 것은 아니다. 우선, 물가안정목표제의 성과와 관련하여 세계적으로 적절한 성장세가 유지되면서도 물가가 안정되었던 대안정기의 우호적 경제여건이 물가안정목표제가 실효성을 나타내게 된 요인이었다는 부정적 평가도 존재하는 것이 현실이다. 또한 2008년 7월과 8월 원유가격이 급등할 당시에 금리인상으로 대응하였던 ECB나 한국은행의 경험은 수요측면에서의 압력보다는 단기간에 급등하는 공급측면의 요인에 의해 물가인상 압력을 받을 경우, 물가안정목표제를 채택한 나라들이 겪었던 현실적 어려움을 잘 보여주고 있다. 물가목표를 명시적으로 갖고 있지는 않았지만 2000년대 중반 경제성장률이 높았음에도 불구하고 지나치게 완화적인 통화정책을 수행하였던 미국의 연준도 이러한 비난의 대상이 되어왔다고 할 수 있다(Frankel, 2012).

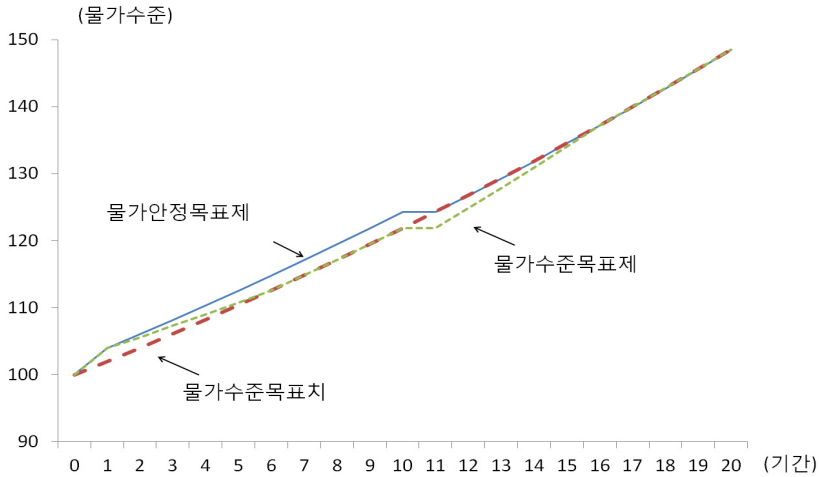
(4) 물가수준목표제(Price Level Targeting)

물가수준목표제는 중앙은행이 물가수준의 향후 목표경로를 사전에 제시하고 이를 달성하는 방식으로 목표변수가 물가상승률이 아니라 물가수준이라는 점에서 물가안정목표제와 차이가 난다. 물가수준을 목표변수로 사용함에 따라 과거의 물가수준 역시 통화정책 기조를 결정하는 중요한 변수이므로 과거에 실현된 물가수준 경로가 통화정책을 구속하는 역사의존성(history dependence)이 나타나게 된다. 예컨대 특정 연도에 도달해야 할 목표 물가수준을 달성하지 못할 경우 이로 인해 발생한 오차를 사후적으로 보정해 나가야만 물가수준의 목표경로로 회귀할 수 있는 것이다(<그림 2> 참조).¹⁴⁾

13) 물론 세계적인 시장자유화에 따른 경쟁심화, 중국의 시장경제 편입에 따른 임금하락 압력 등도 글로벌 차원의 물가안정에 기여한 점을 간과할 수 없다.

14) 물가수준목표제가 학계의 관심을 끌게 된 이유는 통화정책의 동태적 일관성을 유지하는 데 유리할 수 있다는 점 때문이었다. 특정 시점에서 목표에 미달했을 경우 그 오차를 목표적용 기간 내에 보정해야 하므로 이는 중앙은행이 되돌릴 수 없는 약속(commitment)을 하는 것과 유사한 효과를 나타내게 된다.

<그림 2> 물가수준목표제와 물가안정목표제 비교^{1) 2)}



주: 1) 0기에 물가수준은 100으로, 물가상승률과 물가수준 목표는 각각 2%의 상승률을 가정하고, 1기와 11기에 실제 4% 및 0%의 물가상승률을 기록하였다고 전제하고 계산하였음.

2) 물가수준목표제의 경우 실제치와 목표치와의 괴리를 5기간에 걸쳐 보정한다고 가정하였음.

물가수준목표제는 물가안정목표제에 비해 물가수준에 대한 불확실성이 줄어들고 이에 따라 경제성장의 변동성도 축소될 것이라는 견해가 있다(Vestin, 2006). 그러나 원자재가격 상승 등 공급측면의 충격을 상쇄하기 위한 노력이 오히려 물가상승률과 경제성장률의 변동성을 늘릴 수 있으며, 일시적으로 인플레이션이 매우 높거나 낮을 수 있어 인플레이션 기대의 불안정을 초래할 수 있다는 점 등이 문제로 지적되고 있다(Ambler, 2009; Coletti et al., 2012). 최근에 캐나다중앙은행이 동 제도의 도입 가능성을 검토하기도 하였으나 실제 도입으로 연결되지는 못하였다.¹⁵⁾

장기적인 시각에서 보면 물가안정목표제와 물가수준목표제가 동일 장기추세선에 수렴하게 되므로 두 방안사이에 별다른 차이를 발견하지 못할 수도 있겠지만, 단기적으로는 서로 다른 함의를 내포할 수 있다. 구체적으로, 기저효과에 대응하는 방안이 서로 반대일 수 있다. 전년도 인플레이션율이 높았을 경우, 물가안정목표제의 경우 당해연도에는 기저효과로 인해 특별한 노력 없이도 낮은 인플레이션율을 경험할 수 있겠지만, 물가수준목표제의 경우에는 오히려 기저효과 때문에 물가를 낮추는 노력을 반드시 기울여야 하는 어려움에 처하게 된다. 국민의 후생이라는 점에서는 물가수준목표제가 단기적으로 바람직한 측면이 있을 수 있다. 그러나 중앙은행이 물가상승률이 아닌 물가수준에 대한 약속을 지키기 위해서는 품목별 물가수준에 유의해야 하는 등 미시적인 물

15) Mark Carney 캐나다중앙은행 총재는 2012년 2월 연설에서 2006~2011년중 캐나다의 물가수준목표제에 대한 연구결과 신축적인 물가안정목표제가 현재까지는 가장 우월한 통화정책 운영체제라고 밝힌 바 있다(Carney, 2012).

가관리라는 관점에서 정책을 수행하게 되는 단점이 부각될 수 있다. 또한 현실적으로 활용할 수 있는 수단에 제약이 있는 상황에서 실효성이 의문시되는 정책을 수행하게 될 개연성을 무시할 수 없게 되며, 이는 종국적으로 중앙은행의 신뢰성의 문제로 연결될 수도 있는 것이다. 이것이 바로 이 제도를 채택하기 어렵게 만든 현실적 요인이기도 하다.

(5) 명목GDP목표제(Nominal GDP Targeting)

명목GDP목표제는 명목GDP의 수준을 목표로 설정하고 이를 달성하는 방식으로 과거 목표치로 부터의 이탈이 미래 정책수행에 영향을 미치게 된다는 점에서 물가수준목표제와는 유사하나 명목 GDP수준 경로를 달성하는 과정에서 물가뿐 아니라 성장도 고려한다는 점에서 차이가 있다. 아울러 물가와 성장을 동시에 고려한다는 점에서 신축적 물가안정목표제와 유사한 면이 있으나 이 경우에도 물가상승률과 경제성장률을 동일한 비중으로 고려한다는 점에서 차이가 있다.

물가안정목표제에 비해 명목GDP목표제의 가장 큰 장점은 공급충격에 정책적으로 유연하게 대응할 수 있다는 점이다(Frankel, 2012). 즉 유가상승 등 공급충격이 발생하는 경우 물가안정목표제 하에서는 물가상승에 대응하기 위한 긴축적 통화정책이 요구되나 명목GDP목표제 하에서는 물가상승이 반대방향의 실질GDP 변화로 상쇄되므로 통화정책의 유연성이 향상된다. 또한 명목 GDP목표는 일반 국민들이 소매판매나 명목임금과 같이 명목 양적지표에 익숙하다는 점에서 상대적으로 이해하기 쉽다는 점도 장점이라 할 수 있다. 그러나 동시에 많은 단점도 지니고 있으며 특히 물가안정목표제에 비해 현실적용 가능성도 아직은 회의적인 것으로 평가받고 있다. 구체적으로, 명목GDP목표제는 물가안정목표제에 비해: (1) 목표의 명료성이 크게 떨어지며, (2) 명목 GDP 통계의 편재주기가 길고 사후적으로도 계속 수정되어 불확실성이 높고, (3) 잠재GDP 수준에 대한 정보가 없어 적정 명목GDP 목표수준을 설정하기 어려우며, (4) 인플레이 기대심리가 매우 불안정해질 위험이 있다(Goodhart et al., 2013).

이상의 논의를 요약하면 모든 통화정책 운영체제는 각각의 장단점이 있지만 적어도 글로벌 금융위기 이전 20여년의 기간 중에는 물가안정목표제가 가장 보편적으로 효과를 나타낸 통화정책 운영체제로 평가받았다는 점을 들 수 있다. 물론 이러한 성과의 배경에는 각국 중앙은행의 효과적 정책운영 외에 각국의 자본시장 개방과 경제효율성 제고 등 시대적 상황도 일정한 역할을 하였을 것이다. 그러나 글로벌 금융위기 이후 새롭게 전개되고 있는 시대적 상황은 통화정책 운영체제에 대한 새로운 과제를 제기하고 있다. 이하에서는 글로벌 금융위기 이후의 국제적 논의에 대해 살펴보기로 한다.

2) 글로벌 금융위기 이후의 논의와 시사점

글로벌 금융위기를 계기로 시작된 통화정책 운영체제에 대한 논의는 주로 물가안정목표제에 대한 비판적인 견해를 중심으로 이루어지고 있다. 이러한 비판적 인식의 배경에는 금융위기가 초래

된 원인과 금융위기 이후 전개된 극단적인 경제상황이 존재하고 있다. 우선 금융위기의 원인으로 는 건전성 감독 실패 등 다양한 견해가 제시되고 있지만, 물가안정목표제 하에서 이룩한 견실한 물가안정이 오히려 금융안정을 해치는 모순을 초래했다는 것도 한 원인으로 제시되고 있다. 즉, 물가안정목표제 하에서 중앙은행의 최우선 목표가 물가안정(물가안정 이외의 다른 목표도 성장 혹은 실물경기 조절 등에만 초점)에 두어짐에 따라 중앙은행이 금융안정의 중요성을 과소평가하거나 금융시장에서 누적되고 있는 불균형에 대해 적절히 대응하지 못하여 글로벌 금융위기가 발생할 수 있는 환경을 조성하는데 일조하였다는 것이다(Carvalho Filho, 2010).

글로벌 금융위기 발생 이후에는, 금융시장이 일거에 붕괴되고 실물경제가 극도의 침체국면으로 진입함에 따라 디플레이션에 대한 우려가 확산되는 상황에서 통화정책의 우선순위가 금융시장 안정과 인플레이션 기대심리의 회복 혹은 확산에 두어져야 한다는 점에 공감대가 형성되고 있으나 물가안정목표제는 제도의 특성상 인플레이션 기대심리를 회복 혹은 확산시키기 어렵다는 점이 문제점으로 지적된다. 즉, 부족한 유효수요를 창출하기 위해서는 미래에 인플레이션이 발생할 것이라는 기대가 형성되어 저축보다는 지출을 하도록 유도하는 것이 필요한데 물가안정목표제는 이러한 기대심리 형성을 뒷받침하는데 근본적인 한계가 있다는 것이다. 더욱이 앞에서 2008년의 사례를 들면서 지적한 바와 같이, 원유를 포함한 국제원자재 가격이 상승하면서 공급측면의 물가압력이 발생하는 경우에도 물가안정을 위해 경기침체에도 불구하고 통화정책 기조를 긴축으로 전환해야 하는 문제점도 물가안정목표제의 한계로 지적되었다.

그러나 물가안정목표제의 한계를 지적하는 이러한 비판들이 반드시 물가안정목표제에서 벗어나 다른 대안을 찾아야 한다는 것을 의미하는 것은 아니다. 왜냐하면 앞에서 언급하였듯이 현재 논의되고 있는 다른 대안들도 각각의 장단점이 있는 데다 현실적용 가능성도 충분히 검증되지 않았기 때문이다. 또한 비판의 근거가 극단적인 경제상황에서 설득력을 얻을 수 있는 논리에 주로 의존하고 있고 일부는 물가안정목표제 자체의 문제라기보다는 중앙은행의 책무(mandate)와 관련된 것이라는 점도 지적하지 않을 수 없다.

보다 구체적인 논의를 위해 이하에서는 다음과 같은 두 가지 문제에 초점을 맞추고자 한다. 첫째, 신축적 물가안정목표제 하에서도 위기 이후 지속되고 있는 성장둔화 혹은 경기침체 문제를 해결할 수 있을 것인가? 아니면 명목GDP목표제로 전환하는 것이 바람직한 것인가? 둘째, 위기 이후 중앙은행의 금융안정에 대한 책무가 신설 혹은 강화되었는바 이러한 책무를 통화정책 운영체제에 어떻게 수용할 것인가?

먼저 첫 번째 문제와 관련하여, 실제로 선진국 중앙은행들은 기존의 통화정책 운영체제를 탄력적으로 운영하거나 최종목표를 확대하는 방식을 통하여 위기에 대응하였다. 미 연준의 경우 전통적으로 이중책무(dual mandate)하에서 통화정책이 고용에 미치는 영향이 제한적이라는 의미로 완전고용 의무를 주로 '지속가능한 경제성장' 등으로 표현하면서 물가안정에 치중하였었다. 그러나 2008년 12월 연방공개시장위원회(FOMC) 정책지침서에서 처음으로 물가안정과 함께 완전고

용을 통화정책의 목표로 명시하였으며, 2010년 9월 FOMC 회의 이후 통화정책 의결문에서도 통화정책 목표의 하나로 완전고용이라는 표현을 사용하고 있다. 즉, 통화정책의 최종목표가 금융위기 이전의 물가안정 위주에서 완전고용도 중시하는 방향으로 미연준의 입장이 바뀐 것이다.

한편 스위스중앙은행은 2% 미만의 물가안정목표를 공표하고 있음에도 불구하고 위기에 대응하기 위한 방안으로 환율하한이라는 또 다른 명목기준지표를 도입하였다. 스위스중앙은행은 안전자산 선호 현상 등에 기인한 스위스 프랑화의 과도한 강세(massive overvaluation)가 스위스 경제에 심각한 위협으로 작용하고 있으며 디플레이션을 초래할 위험성이 있음을 인식하고 2011년 9월 6일 이후 스위스 프랑화의 대유로화 환율을 1.20 CHF/EUR 이상 수준으로 유지하기 위해 무제한으로 외환시장에 개입하고 있다.¹⁶⁾ 또한 스위스중앙은행은 외환시장개입에 따라 공급된 본원통화를 불태화하지 않고 본원통화 급증을 허용함으로써 경기부진에 적극적으로 대응하고 있다.

이와 같은 과감한 완화적 통화정책에도 불구하고 경제성장이 잠재성장률을 지속적으로 크게 하회함에 따라 물가안정목표제의 대안을 모색해야 한다는 의견이 제기되었다. Krugman(2012)과 Woodford(2012) 등은 중앙은행이 물가안정목표제를 유지하는 한 경제주체들의 기대로 인해 완화적 통화정책이 총수요 확대에 미치는 영향이 제한되고 있음을 지적하면서 명목GDP목표제가 이를 타개하기 위한 방안이 될 수 있다고 제안하였다. 또한 Mark Carney 영란은행 총재 내정자도 정책금리가 제로하한에 근접한 상황에서 경제에 추가적 부양이 필요할 경우 중앙은행의 통화정책 운영체제로는 물가안정목표제보다 명목GDP목표제가 효과적일 수 있다고 언급하였다.

이러한 견해에 대하여 우선 지적해야 할 점은 신축적 물가안정목표제와 명목GDP목표제는 작동원리에 있어서 큰 차이가 없고 다만 물가안정과 성장회복이라는 두 가지 목표에 부여되는 우선순위에 차이가 있다는 것이다. 물론 이론적으로는 성장회복이 보다 중요한 시점에서는 명목GDP목표제가 보다 적합하다고 할 수 있다. 그러나 글로벌 금융위기 직후 주요 선진국의 상황은 인플레이션이 목표수준을 상당 폭 하회한 반면 중장기 인플레이션 기대는 안정적으로 유지되었다. 따라서 신축적 물가안정목표제 하에서도 대폭적인 통화완화 기조가 가능했고 지금도 지속되고 있으며, 이러한 정책기조는 명목GDP목표제 하에서도 유사한 수준이었을 것으로 유추할 수 있다.

동시에 물가안정목표제에서 벗어나 명목GDP목표제로 전환하는 것이 현실적으로 가능하더라도 상당한 위험이 수반될 것으로 예상해 볼 수 있다.¹⁷⁾ 우선 최근과 같이 명목GDP가 추세선을 크게 하회하는 상황에서 명목GDP목표제로 전환할 경우 중앙은행이 물가보다는 성장을 중시한다는 잘못된 인식이 확산되면서 경제주체들의 인플레이션 기대가 크게 불안정해질 수 있다. 또한 최근의

16) 이에 따라 2008년 9월 1,000억달러를 하회하던 스위스중앙은행의 외환보유액은 무제한 개입직전 3,049억달러(2011년 8월말)로 증대된 후 2012년말 현재 5,312억달러로 급증하였다.

17) 현 경제여건을 고려할 때 명목GDP목표제가 단기간에 도입될 가능성은 크지 않다는 것이 일반적 의견이다. Carney 영란은행 총재 내정자는 2013.2.7일 영국의회 청문회에서 물가안정목표제가 지금까지 가장 효과적인 통화정책 운영체제로 평가되고 있기 때문에 이를 명목GDP목표제로 변경하는 데에는 매우 신중해야 한다고 발언하였다.

경기침체 상황은 과거의 추세선에서 일시적으로 이탈한 것이 아니라 글로벌 금융위기 이후 균형 성장경로 자체가 변화한 효과도 반영하고 있을 가능성이 높다. 따라서 과거 추세선을 연장하여 추산한 명목GDP와 비교하여 현재의 통화정책이 지나치게 긴축적이라고 해석하는 것은 오류일 가능성이 높다(Bullard, 2012). 마지막으로 명목GDP 목표수준 경로로 복귀하려면 단기적으로 매우 높거나 매우 낮은 인플레이션을 인위적으로 조성할 필요가 있는데 이때 경기변동성이 커지거나 동태적 비일관성 문제가 더욱 심각해질 수 있어 통화정책 운영에 대한 신뢰성을 확보하는 것이 쉽지 않을 수 있다(Koenig, 2012).

두 번째 문제와 관련하여서는 보다 중기적 시각에서 접근할 필요가 있다. 기존의 통화정책 운영체제 하에서는 대안정기에 누적되었던 금융시장의 불균형을 효과적으로 확인하고 조기에 시정하는 데 한계가 있었다. 최근에는 금융부문의 취약성에 대한 지표들을 명시적으로 평가하거나 통화정책 결정시 거시건전성 관점에서의 영향을 고려하거나 혹은 물가안정목표의 달성기간(horizon)을 연장함으로써 통화정책의 신축성을 보다 강화하는 방안들이 논의되고 있다.

그러나 구체적으로 사전적 금융안정에 대한 고려를 통화정책 운영체제에 어떤 식으로 반영할 것인지에 대해서는 아직 명확한 해답을 찾지 못하고 있다. 일부는 중앙은행의 정책금리가 금융기관의 위험선호와 레버리지 규모에 큰 영향을 미치므로 중앙은행이 정책금리를 결정할 때 물가안정과 금융안정을 동시에 고려해야 한다고 보는(Adrian and Shin, 2008) 반면 다른 일부는 정책금리 외에 거시건전성 정책수단을 별도로 마련하여야 한다고 주장하고 있다(Blanchard et al., 2010; Reinhart and Rogoff, 2013).

결론적으로 말하면 현재 통화정책 운영체제에 대한 고민은 역사적으로 통화정책 운영체제가 위기대응 과정에서 진화론적으로 발전해 왔다는 점에 비추어 볼 때 어쩌면 당연한 과정이라 할 것이다. 한 가지 확실한 것은 위기 이후 변화된 환경에서 기존의 통화정책체제나 관행 등 어느 하나의 잣대에 매달려 중앙은행을 운영해 나가는 것은 바람직하지 않을 수 있다고 판단할 개연성이 커졌다는 것이다. 아직까지는 신축적인 물가안정목표제와 여타 거시건전성 정책을 적절히 혼합하는 것이 유일한 현실적 대안이라고 해도 과언이 아닐 것이다. 그러나 시간이 지남에 따라 새로운 통화정책 운영체제가 나타날 수 있으며 통화정책 운영체제도 경제상황에 따라 중앙은행의 역할이 변모하면서 내생적으로 변화할 수 있다. 따라서 중앙은행은 열린 자세를 견지하면서 경제에 대한 이해를 높여나가는 한편 다양한 통화정책 운영체제와 관련된 연구를 지속해야 할 것이다.

4. 중앙은행에 제기되는 새로운 도전과 과제

“Central banks should broaden their objectives beyond inflation. They need to focus too on employment, growth, and financial stability. And monetary policies need to be coordinated with fiscal policies.” J. E. Stiglitz(2013).

글로벌 금융위기 이후 경제 환경의 변화에 따라 중앙은행은 새로운 도전과 과제에 직면하게 되었다. 먼저 통화정책 자체의 유효성을 제고하기 위한 운영체제의 탄력적 운용, 정책수단의 선택 문제뿐만 아니라 재정정책, 외환정책 등 여타 정책과의 적절한 정책조합(policy mix)의 문제가 제기되고 있다. 개별 거시경제정책은 고유한 정책목표를 가지고 있으나, 글로벌 금융위기를 경험하면서 다양한 정책들의 전통적인 분업관계로는 서로 연결되어 있는 글로벌경제에서 각자의 소기의 정책목표를 달성하기 어렵다는 점이 명백해졌고, 여러 정책들이 서로 조화를 이루어야 지속가능하면서도 안정적인 경제성장이 궁극적으로 성취될 수 있다는 점을 이해하게 되었다. 구체적으로 통화정책 수행에 있어 재정정책과의 관계, 글로벌화된 환경 등을 보다 적극적으로 고려해야 하며 대내외적인 거시경제정책간 공조의 필요성이 커졌다는 것을 의미한다. 아울러 금융위기를 계기로 금융의 사회적 역할에 대한 요구가 커진 데다 중앙은행이 재정정책 성격이 강한 정책을 수행함에 따라 중앙은행이 물가, 성장 등 거시변수에서 나아가 소득분배나 금융포용 등 미시적 이슈에도 관심을 기울여야 한다는 요구도 커졌다. 본 절에서는 이러한 이슈에 대한 논의내용과 과제를 살펴보고자 한다.

1) 통화정책과 재정정책의 조화

1980년대 이후 중앙은행은 장기필립스곡선이 자연실업률 수준에서 수직이라는 점에 착안하여 통화정책이 단기적 수요문제에 대응하는 데는 효과적이나 장기적으로 경제성장과 연관성이 크지 않다는 입장을 견지해 왔다. 그러나 금융위기 이후 경제성장률이 잠재성장률을 상당폭 하회하는 상황에서는 과감한 완화적 통화정책을 통해 수요 진작에 나서지 않을 경우 저성장기조가 장기화되면서 잠재성장 기반 자체를 훼손할 수 있다는 인식이 확산되었다.¹⁸⁾ 주요 선진국 중앙은행은 금융위기에 대응하여 정책금리를 제로화한 수준으로 인하하고 다양한 비전통적 통화정책 수단을 도입하였으며 이 가운데는 준재정정책(quasi-fiscal policy)의 성격을 띠는 것도 포함되어 있었다. 예를 들어 미 연준이 금융시장에서 국채 및 MBS(Mortgage Backed Securities)를 대규모로 매입¹⁹⁾한 것이나, ECB가 일정 요건을 충족하면 해당국 국채를 무제한 매입(Outright Monetary Transactions: OMT)하기로 한 것은 사실상 중앙은행이 정부를 대신하여 재정정책을 수행하는 것

18) 일본 등의 경험에서 알 수 있듯이, 경제성장률이 잠재성장률을 하회하는 기간이 장기화되면 경제의 성장잠재력은 현저하게 저하될 수밖에 없으며 국민들의 피해는 커질 수밖에 없다(Posen, 2010).

19) 미 연준의 주요 자산·부채

(2006년말)				(2012.11.14)				(10억달러)	
자산		부채		자산		부채			
국채	779	화폐발행액	783	국채	1,657	화폐발행액	1,107		
		예금은행 예치금	13	MBS	889	예금은행 예치금	1,510		
		기타	47	정부기관채	82	기타	207		
기타	95	자본금	31	기타	251	자본금	55		
874		874		2,879		2,879			

이라 볼 수 있다. 주요 중앙은행이 준재정정책의 성격을 가지는 대차대조표 확장정책을 시행한 것은 재정여력이 고갈된 상황에서 경기부양을 위해 불가피한 것이었으나 한편으로는 장기적으로 중앙은행의 물가안정 능력을 저하시킬 것이라는 우려를 불러일으켰다.²⁰⁾ 아울러 중앙은행이 장기채를 대규모 보유한 상태에서 금리상승은 중앙은행의 수지 악화를 초래하므로 경기회복기의 신속한 출구전략을 가로막는 요인이 될 수 있다는 우려도 제기되었다.

그러나 제2절에서 논의되었듯이 역사적으로 보면 최근과 같은 중앙은행과 정부의 밀접한 공조 관계는 새로운 것이 아니며 통화정책과 재정정책간 관계도 경제상황에 따라 변해왔다고 할 수 있다. 대공황 이후 1970년대 초까지는 고용과 성장에 중점을 둔 경제정책이 지속되면서 정책공조가 필요하다는 인식이 지배적이었다. 그러나 1970년대 초인플레이션을 계기로 중앙은행의 정책목표로서 물가안정과 이를 달성하기 위한 독립적 통화정책의 필요성이 강조되었고, 통화정책과 재정정책간 정책조합에 대해서도 회의적 시각이 대두되었다. 중앙은행과 정부는 추구하는 최종목표가 상이한 데다 통화정책과 재정정책의 파급경로와 시차가 다르므로 적정 정책조합이 존재하지 않는다는 주장도 제기되었다(Cecchetti, 2002). 한편에서는 중남미 등의 역사적 경험에 비추어 볼 때 정부부채 충당을 위한 통화증발(monetization of fiscal policy)과 같이 중앙은행이 재정정책을 수용할 경우 스태그플레이션이 초래되므로 통화정책과 재정정책간 공조를 하지 않는 것이 오히려 바람직하다는 견해도 있었다(McCallum, 2005). 글로벌 금융위기 이전에는 이러한 인식을 바탕으로 재정정책은 재정건전성을 유지하면서 제한적으로 활용되고 통화정책은 물가안정을 위해 독립적으로 운용된다는 원칙에 대해 암묵적 합의가 이루어졌다. 그러나 글로벌 금융위기의 대응과정에서 통화정책과 재정정책의 전통적 분업관계가 약화되고 양자간 구분이 모호해지면서 상호간에 미치는 영향도 확대되었음은 주지하는 바이다.

한편 통화정책과 재정정책간 협력문제는 중앙은행의 독립성 이슈와도 연관이 깊다. 물가안정목표제하에서는 중앙은행의 독립성이 강조되는데, 이는 중앙은행의 정치적 중립성이 중앙은행의 물가안정 기능에 대한 신뢰를 형성하는 데 매우 중요하기 때문이다.²¹⁾ 그러나 금융위기 극복과정에서 중앙은행이 독자적으로 통화정책을 결정하고 집행한다는 전통적 의미의 독립성은 변화가 불가피하다는 의견이 제기되었다. 통화정책과 재정정책간 관계가 역사적으로 변천해 온 것과 마찬가지로 중앙은행과 정부의 관계도 경제 상황에 따라 동태적으로 변화하는 특성을 지닌다고 할 수 있다. 일부에서는 재정우위(fiscal dominance)와 중앙은행 독립성은 장기적인 부채사이클 과정에서 교대로 나타나는 현상으로서 민간의 디레버리징(deleveraging) 시기에는 재정우위가, 민간의 레버리징(leveraging) 시기에는 중앙은행의 독립성이 부각된다고도 하였다(McCulley and Pozsar,

20) 예를 들어 중앙은행의 준재정정책 시행으로 대차대조표가 크게 확대된 상황에서는 보유자산의 가격 하락시 자본손실이 발생하기 때문에 통화정책 여력이 크게 위축될 수 있다(Goodfriend, 2011).

21) Bemanke(2010)는 양적완화정책과 관련하여서도 전통적인 통화정책과 마찬가지로 중앙은행 독립성이 존중되어야 한다고 주장하였는데, 양적완화정책 결정과 관련하여 정부가 영향력을 행사할 수 있게 되면 통화증발로 재정적자를 보전하려는 유인이 높아진다고 보았기 때문이다.

2013).²²⁾ 이런 관점에서 중앙은행의 독립성이 최종 종착역(final destination)이 아니라 중간역(station)이라는 주장을 편 것으로 보인다. 이와 유사하게 인플레이션이 높은 시기에는 물가안정을 위한 중앙은행의 독립성이 지지를 받지만 디플레이션의 위험이 있는 금융위기시에는 중앙은행은 경제를 위기에서 구해내는 데 정부와 힘을 합쳐야 한다는 주장²³⁾도 설득력을 얻고 있다.

현재의 금융위기가 단기간에 해결되지 않는다고 볼 경우, 특히 위기가 특정국가에 국한된 것이 아니라는 점을 고려할 때, 위기극복을 위한 정책조화의 중요성은 누구나 인정할 수 있다고 볼 수 있다. 다만 중앙은행과 정부의 정책협력이 중장기적으로 물가안정기반 훼손으로 이어지지 않기 위해서는²⁴⁾ 협력의 원칙, 범위 등이 명확하게 규정되어야 할 필요는 있다. 물가안정 기능은 중장기적 시계에서 수행되므로, 단기목표에 치중한 정부 정책과 상충될 가능성을 배제할 수 없기 때문이다. 말할 나위 없이 정부와의 정책공조는 중앙은행의 물가안정 책무에 대한 민간의 신뢰가 약화되지 않도록 매우 신중하게 접근되어야 하며 정책결정과정에서 반드시 투명하게 이루어져야 한다. 이는 물가안정과 달리 금융안정과 경기회복 등은 명확한 지표로 측정하는 것이 힘들고 여러 지표 간 상충이 나타날 경우 성과를 판단하기 어려우므로 중앙은행의 책임성(accountability)을 제고하여야 한다는 의미에서도 바람직하다고 할 수 있다.

2) 통화정책에 있어 국가간 연계성의 고려

금융위기 대응과정에서 글로벌 유동성이 커지고 신흥시장국에 대한 자본유출입의 변동성도 높아짐에 따라 통화정책의 국제 파급효과(international spillover effects)에 대한 관심이 고조되었다. 특히 대외개방도가 높은 신흥시장국의 경우 글로벌 금융위기 전후 은행차입을 중심으로 국제자본이 급유출되었다가 2009년 이후 대규모 자본유입이 재개됨에 따라 자본유출입의 높은 변동성에 대한 정책대응이 매우 중요한 이슈로 부각되었다.

주요 선진국의 통화정책이 글로벌 경제에 미치는 영향은 실물경제 및 금융시장을 통해 다양한

22) 저자들은 ‘글로벌 거시경제 체스판’이라고 명명한 그래프에서 민간부문 레버리지(적자), 디레버리지(흑자), 정부부문 재정확장(적자), 재정긴축(흑자)으로 세분하여 사분면(quadrant)을 그린 후 주요국의 거시경제 사정과 중앙은행의 정책이 어디에 속해 있는지를 설명하였다. 민간부문 디레버리지/재정확장의 제1사분면에는 유동성살포(Helicopter Money)가 필요하고 중앙은행의 독립성은 무의미해지는데 대부분의 서구선진국은 현재 여기에 속해있다고 지적하였다.

23) 평상시에는 단기 시계에서 인플레이션을 유도할 가능성이 높은 정치권으로부터 중앙은행의 통화정책이 독립적으로 운용되는 것이 바람직하다. 그러나 금융위기 상황에서는 중앙은행의 당면과제가 물가안정이 아닌 단기 시계의 금융시스템 안정으로 전환되고 국제금융 지원대상 결정과 같은 정치적 판단을 요하는 상황에 직면하게 되므로 중앙은행과 정부의 긴밀한 협력이 요구된다. 금융위기 수습 국면에서는 위기와 유사한 형태의 정책공조가 필요하나, 점진적으로 독립성을 회복할 필요가 있으며 독립성의 회복 속도는 금융안정의 달성 정도에 따라 결정된다(Blinder, 2012).

24) 한국은행법은 제3조(한국은행의 중립성)에서 한국은행의 통화신용정책은 중립적으로 수립되고 자율적으로 집행되도록 하여야 하며, 한국은행의 자주성은 존중되어야 한다고 규정하고 있다. 제4조(정부정책과의 조화 등) 1항에서는 한국은행의 통화신용정책은 물가안정을 저해하지 아니하는 범위내에서 정부의 경제정책과 조화를 이룰 수 있도록 하여야 한다고 명시되어 있다.

경로로 파급된다. 전통적 거시계량모형은 실물경로, 즉 수요 및 교역 경로를 중요시하며 선진국의 완화적 통화정책이 선진국의 내수 및 수입수요의 진작을 통해 신흥국의 재화 및 서비스 수출을 촉진하는 효과를 강조한다. 실제로 글로벌 금융위기 이후 선진국 중앙은행들이 다양한 수단을 강구하여 완화적 통화정책을 실시한 것은 급격히 위축된 선진국 경제를 완만하나마 회복세로 돌아서게 함으로써 글로벌 경기침체를 방지하는 데 결정적 역할을 하였다.²⁵⁾ 다만 이러한 전통적 실물 경로 이외에 최근 글로벌 금융통합을 배경으로 자본이동을 매개로 하는 금융경로가 주목받고 있다.²⁶⁾ 실물경로의 경우 시차가 길고 국가간 생산 네트워크(supply chain)가 복잡하여 효과를 즉각적으로 파악하기 어려우나 금융경로의 경우 보다 직접적인 효과가 나타나는 점도 동 경로가 부각되는 이유이다. 특히 해외자금 조달의 상당부분을 미국 및 유럽계 자원에 의존하고 있는 아시아 신흥국의 경우 선진국의 양적완화정책이 포트폴리오 재조정 및 유동성 경로 등을 통해 금융·자본시장에 큰 영향을 미쳤다고 할 수 있다. 선진국의 장기시장금리는 1990년대 이후 잠재성장률 하락, 인플레이션 안정, 인구구조의 변화 등을 반영하여 추세적으로 하락하여 왔는데 글로벌 금융위기 이후의 완화적 통화정책은 장기시장금리가 역사적 최저수준으로 낮아지는 계기가 되었다. 그 영향으로 신흥국에서도 장기시장금리가 선진국 장기금리와 동조화되면서 하락압력을 받게 되었고 단기금리는 통화정책에 의해, 장기금리는 해외요인에 의해 결정되는 시장분할(market segmentation) 현상이 심화되었다. 이에 따라 장기시장금리가 국내 기초경제여건에 비해 지나치게 낮아 금융기관의 수익성 악화, 통화정책의 금리파급경로 악화 등의 우려가 제기되었다.

또한 글로벌 금융위기 이후 선진국의 완화적 통화정책으로 인해 늘어난 글로벌 유동성이 원유 등 국제원자재 가격의 상승을 통해 물가상승 압력²⁷⁾을 높이는 효과도 있었다. 주요국의 저금리는 자금조달 비용과 상품보관 비용을 낮추어 원자재에 대한 수요를 증대시키는 데다 일부 투기성 자금의 유입까지 촉발하여 원자재가격의 상승요인으로 작용하는 것이다. 이와 같은 원자재가격 상승을 통해 선진국의 완화적 통화정책은 신흥국에게 공급충격의 부정적 파급효과를 가져오며 이러한 공급충격에 대해서는 신흥국이 적절한 통화정책상의 대응책을 찾기 어렵다는 문제가 있다.

신흥국의 입장에서 선진국의 완화적 통화정책의 부작용중 가장 우려되는 점은 무엇보다도 자본유출입의 변동성이 높아짐으로써 금융안정을 위협하는 시스템적 리스크가 커진다는 점일 것이다. 국제자본이동은 글로벌 자원배분의 효율성 제고를 통해 자본수출국과 유입국의 후생을 개선하는 한편 자본유입국의 금융 불안을 초래하는 양면성이 있으나 관련 이익은 측정이 쉽지 않은 반면 반

25) Bermanke(2012a)는 QE1과 QE2가 수행되지 않았을 경우(counterfactual estimate)를 상정한 후, 그 두 수단이 미국의 GDP를 3%정도, 민간 고용을 2백만명 정도 증가시켰을 것이란 분석을 제시함으로써 정책효과가 상당했음을 시사한 바 있다.

26) IMF의 전통 모형에 따르면 완화적 통화정책의 결과 미국의 생산이 1달러 증가하면 아시아 선진국(한국, 일본)의 생산은 0.04달러 증가하는데, 추가·금리 동조화 등 국제금융시장간 연계성을 추가로 감안하면, 아시아 선진국의 생산은 0.32달러 증가하는 것으로 나타났다(Bayoumi and Vitek, 2013).

27) D'Agostino and Surico(2009)는 미국의 인플레이션을 전망하는 데 있어 미국보다는 G7 국가의 총통화(M2) 증가율의 주성분(principal component)으로 정의된 글로벌 유동성이 예측력이 더 우수함을 보여주었다.

복되는 금융위기를 겪으면서 비용의 문제가 부각되고 있다. 우리나라를 포함한 주요국의 글로벌 금융위기 경험을 보더라도 일부 국가 혹은 부문에서 발생한 충격이 국지적 위기로 끝나지 않고 시스템적 위기로 발전하는 데 있어 국제자본이동이 주요 채널역할을 담당하였다. 특히 대형 국제은행의 해외 포트폴리오투자는 글로벌 위기 이전 신흥국 은행들의 비핵심 외화부채를 증가시키고, 위기시에는 디레버리징 충격을 발생시킨 경로로 인식되고 있다(Bruno and Shin, 2012). 위기 이후에도 선진국의 양적완화정책으로 글로벌 유동성이 늘어나면서 신흥국에서 대규모 자본유입이 재개됨에 따라 환율과 금리간 정책 딜레마 문제, 금융시장의 변동성 증대 등의 문제가 다시 부상하였다. 특히 위기시에는 가계 및 기업의 신용 수요 및 은행의 대출성향이 악화되므로 비전통적 통화정책에 의해 공급된 유동성이 해외로 유출되고 자국통화를 절하시킴으로써 결과적으로 근린 궁핍화 정책(beggar-thy-neighbor)으로 작용하게 된다는 견해도 제기되고 있다(Eichengreen et al., 2011). 한편 대규모 자본이동은 신흥국에서 금융·실물간 부조화 현상(macro-financial dissonance)²⁸⁾을 초래함으로써 경제안정을 위협하는 요인이 되기도 한다. 일반적으로 금융부문은 실물부문에 비해 순환주기가 빠르고 과열과 급격한 위축(boom-bust) 경향이 강한 데다 최근 실물부문의 지역적 블록화가 빠르게 진행된 반면 금융부문에서는 글로벌 연계성이 심화됨에 따라 양 부문간 부조화 가능성이 커지게 된 것이다. 실증분석 결과를 보더라도 아시아 국가의 경우 실물경제는 중국과의 연계성이 심화된 반면 주식·채권시장의 변동성은 미국·유럽 등의 영향을 크게 받는 것으로 나타났다(Fujiwara and Takahashi, 2011).

글로벌 금융위기 이후 선진국의 양적완화정책이 실시된 기간을 살펴보면, 시기별로 다소 차이는 있으나 일반적으로 신흥국으로의 자본유입 증가, 금리·환율 하락압력 증대, 국제원자재가격 상승 등의 특징이 나타났다.²⁹⁾ 우리나라의 경우도 글로벌 유동성 증가(push factor)가 상대적으로 양호한 국내 경제여건(pull factor)과 맞물리면서 신흥국중에서 상대적으로 대규모의 자본유입을 경험하였고 특히 장기금리가 선진국의 양적 완화 등 대외적 요인의 영향을 강하게 받으면서 하락세³⁰⁾를 보임에 따라 통화정책 파급경로가 악화될 수 있다는 우려가 제기되기도 하였다.

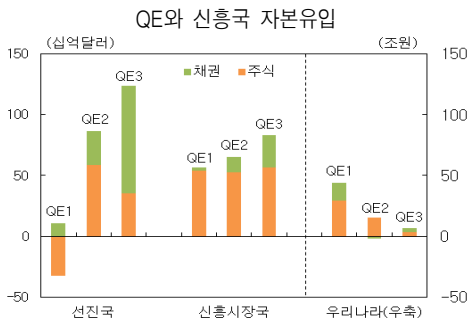
또한 이러한 대규모 자본유입은 향후 선진국의 경기회복이 가시화되면서 통화정책기조가 급선회할 경우 급유출로 전환되면서 심각한 리스크요인으로 작용할 수 있다. 그동안 미 연준은 양적완화정책을 시행하는 가운데서도 출구전략(exit strategy)을 꾸준히 거론³¹⁾하여 왔으며, 작년 12월 12일 FOMC회의에서는 사전적 정책방향 제시방식(forward guidance)을 종전의 시점기준

28) 실물경제와 무관한 순수 금융거래가 급증하면서 자본이동과 실물부문과의 연관성이 떨어지는 현상으로서 최근에는 신흥시장국으로의 자본유입 등으로 환율과 기초경제여건간의 심각한 괴리 가능성도 제기되었다.

29) 미 연준의 양적완화조치의 영향을 시기별로 보면 QE1(2008.11~2009.10)의 경우 글로벌 금융불안 확산 및 안전자산 선호 심화 등으로 신흥국으로의 자본유입 및 원자재가격 상승 등의 파급이 크지 않았다. 그러나 QE2(2010.8~2011.6)의 경우 경기회복 및 인플레이션 기대심리 확산 등으로 신흥국 및 원자재시장으로의 자본유입이 증가하였으며 QE3(2012.8~10)의 경우에는 선진국 채권투자 자금과 신흥국 주식투자 자금을 중심으로 자본유입이 지속되었다.

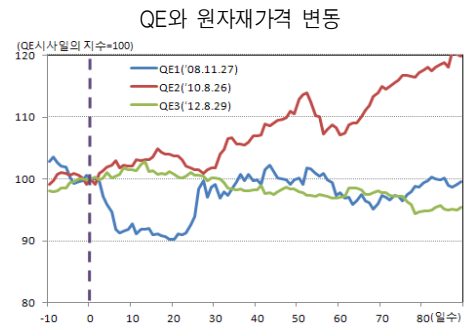
(calendar-based)에서 일정요건 기준(threshold-based)으로 전격적으로 변경하였다. 그러나 일정요건 기준 사전적 정책방향 제시방식의 경우 일견 투명성이 제고된 것으로 보이나 기준 변수의 선택 및 측정, 기준 변수간 상충가능성 등 다양한 문제가 내재되어 있어 관련 불확실성이 오히려 커진 측면이 있다. 예를 들어 실업률 등 실물변수가 임계치에 도달하지 못한 상황에서 인플레이션이 동 수준 이상으로 급증할 경우 미 연준은 긴축적 방향으로 통화정책기조를 급변경할 가능성도 크다. 글로벌 인플레이션 우려가 부각되어 미 연준의 통화정책 기조변경이 여타 선진국으로 급속히 확산될 경우 국제금융시장에 상당한 충격이 발생할 수 있다. 과거 1990년대 미 연준의 금리인상을 계기로 일부 중남미 국가에서 외국인 투자자금이 급속히 유출되면서 외환위기가 발생하였던 경험 등에 비추어 볼 때 선진국 정책이 긴축기조로 전환되는 과정에서 자본유출입의 변동성이 커지면서 신흥국에서 금융불안이 발생할 가능성도 배제하기 어렵다.

이와 같이 통화정책의 국제 파급효과가 커진 상황에 대응하여 각국 중앙은행은 정책결정시 동 효과를 적극적으로 고려해야 할 것이며 또한 국가간의 정책협조가 필수적이라 하겠다. 먼저 미 연준, ECB 등 주요 선진국 중앙은행은 자국 통화정책이 자본이동, 국제원자재가격 등을 통해 글로벌 경제에 영향을 미칠 수 있는 “의도하지 않은 외부성”(unintended externalities)을 감안할 필요가 있다.³²⁾ 또한 신흥국들은 자본유출입의 변동성을 완화하는 방안을 강구하고 통화정책과 외환정책의 조화적 운용을 도모하는 노력을 강화해야 한다.³³⁾ 이런 점에서 그동안 자본시장 자유화



주: QE3 시기 우리나라의 경우 기준금리 추가인하 기대 약화, 엔화약세에 따른 기업채산성 악화우려 등으로 자본유입규모가 상대적으로 작음.

자료: EPFR, 금융감독원.



주: QE시사일의 로이터 글로벌 원자재가격지수를 기준으로 전후의 원자재가격변동을 지수화.

자료: 로이터.

- 30) 2012년중 한국의 장기금리와 미국채 금리와의 상관계수는 0.71에 달하며 이러한 높은 상관관계는 브라질(0.77), 멕시코(0.82), 싱가포르(0.77), 터키(0.63) 등 주요 신흥국에서도 유사하게 나타났다.
- 31) 2011년 6월(QE2 종료) FOMC는 “만기증권 채투자 종료 → 정책금리 상향조정 → 보유종인 장기증권 점진적 매각 → 금리중심 통화정책 체제로 복귀” 등 출구전략 원칙(Exit Strategy Principle)에 합의하였다. 2012년 10월 QE3를 개시하면서 Dudley 뉴욕 연준 총재는 출구전략 원칙을 재차 언급하였다.
- 32) 최근 IMF의 Lagarde 총재는 “각국이 근린국립화 정책을 취하지 않도록 노력할 필요가 있다”고 발언한 바 있으며 다보스포럼에서도 주요국 수장들은 정책협조의 필요성을 재차 강조하였다.
- 33) 한국은 자본이동에 따른 시스템적 위험을 방지하기 위하여 국제정합성, 한국의 특수성 등을 감안하여 새로운 외환건전성 정책을 도입하였다. 2010년 10월 은행의 과도한 선물환 매입으로 인한 외환건전성 악화 문제를 방지하기 위하여 선물환포지션 한도 제도를 도입하였고 2011년 8월에는 금융기관의 과도한 외화부채 증가를

필요성을 지속적으로 강조해온 IMF(2012)가 최근 자본수지 관리의 필요성을 제시한 점은 전향적인 변화로 평가된다. 한편 국가별로 환율제도가 상이하냐 국제불균형을 조정할 수 있는 글로벌 기구(global jurisdiction)가 없다는 점 때문에 글로벌 금융시스템의 안정을 달성하는 일은 근본적인 체계가 있다고 할 수 있다.³⁴⁾ 그러나 글로벌 조정기구의 신설에는 현실적인 어려움이 큰 데다 세계 경제의 연계성이 앞으로 더욱 심화될 수밖에 없는 점을 감안하면 국가간 정책협력을 강화하는 일이 현 시점에서 무엇보다도 중요하다고 하겠다.

3) 중앙은행의 미시적 정책기능 수행

중앙은행의 통화정책은 정책금리, 지급준비율 변경 등을 통해 경제 전반에 영향을 미치므로 거시경제적 영향이 강조되어 왔다. 재화가격 및 임금 경직성이 추가된 뉴케인지언 모형에서도 각 경제주체들이 동질적이라는 대표적 경제주체(representative agent) 모델이 일반적이었다. 그러나 글로벌 금융위기 이후 통화정책이 계층별·부문별로 균등하지 않게 영향을 미칠 수 있다는 인식이 확산되고 금융의 사회적 역할에 대한 요구가 커짐에 따라 중앙은행의 미시적 정책기능에 대한 관심이 고조되었다. 이러한 중앙은행의 미시적 기능과 관련하여 논의되고 있는 주요 이슈로는 통화정책의 소득분배 효과와 금융포용(financial inclusion) 등이 있다.

위기 이전까지는 통화정책과 소득불평등(inequality)간 연관성이 크지 않다는 것이 주류 경제학의 정설(common wisdom)이었다. 전통적으로 소득불평등의 원인으로는 숙련노동 편향적인 기술 진보, 국제무역의 증대, 노동시장의 제도 변화 등이 주로 거론되어 왔으며 통화정책이나 인플레이션은 분배에 특별한 영향을 미치지 않는 것³⁵⁾으로 이해되어 왔다. 그러나 글로벌 금융위기 이후 미 연준의 정책대응이 월街 편향성을 나타내었다는 비판이 이어지는 가운데 미국에서 시작된 월가점령시위(Occupy Wall Street) 등을 계기로 소득분배 악화에 대한 중앙은행의 책임론이 제기되기도 하였다.³⁶⁾ 경제주체들이 이질적(heterogeneous agent)이라는 현실적인 가정 하에서 경제주체들의 자산보유가 비대칭적인 경우 통화정책은 경제주체별로 보유자산 및 부채 가격에 차별적으

역제하기 위해 외환건전성부담금 제도(Macro-prudential Stability Levy)를 시행하였다. 외환건전성부담금은 우리나라가 처음 시도하는 제도로서 이를 국제규범화하기 위하여 IMF, 특히 OECD의 자본자유화규약의 개정 에 포함시키는 노력을 경주하고 있다. 현재 OECD의 Investment Committee를 중심으로 이 문제를 논의하기 위해 구성된 task force에 한국은행의 전문가가 참여하고 있는 실정이다.

34) 일부에서는 국제적인 최후대부자(international lender of last resort)의 부채를 보완하기 위하여 장기적으로 국제통화위원회(International Monetary Policy Committee: IMPC)와 같은 새로운 국제기구의 창설이 필요하다는 제안도 있다. IMPC는 주요국 중앙은행 대표들로 구성된 기구로서 개별 중앙은행의 통화정책이 전체 글로벌 유동성에 미치는 효과 등 각국의 통화정책이 다른 나라에 미치는 영향을 평가하고 조정하는 기능을 수행한다(Eichengreen et al., 2011).

35) 예상치 못한 인플레이션은 채권자에서 채무자로 부의 이전을 초래하나 최근 저소득층에 대한 이진지출이 물가지수 연동방식으로 변화하고 변동금리부 채권이 활성화되는 등 제도변화로 인해 인플레이션이 특정그룹에 미치는 영향이 감소하였다(Samuelson and Nordhaus, 2010).

36) 금융위기 이전에도 Galbraith(1998)는 Volcker 전 연준 의장의 인플레이션 억제정책으로 인한 고금리가 1980년대 초반 소득불평등 심화의 주된 요인이라고 주장하였다.

로 영향을 미침으로써 분배 및 후생의 변화를 가져올 수 있다. 이러한 경로는 금리 조정이 소비 및 투자 등 거시변수에 영향을 미치는 전통적 경로와 구분되어 통화정책의 재분배경로 (redistributional channel)라고 지칭된다.

통화정책이 소득분배에 미치는 영향에 관해서는 완화적 통화정책이 소득불평등을 개선시킨다는 주장과 악화시킨다는 주장이 양립하고 있다. 먼저 완화적 통화정책이 소득불평등을 개선시킨다는 주장은 금리 인하 및 인플레이션 정책이 일반적으로 부유한 저축자에게 손해가 되는 반면 취약계층인 채무자에게는 유리하게 작용하여 소비불평등이 개선된다는 논리에 근거한다. 또한 완화적 통화정책은 실업 및 경기 상황을 개선시켜 저소득층·비노조원·비숙련자·노년층 등 취약계층에 특히 도움이 된다는 주장도 있다³⁷⁾. 이에 반해 완화적 통화정책이 소득불평등을 악화시킨다는 주장은 이로 인해 임금보다 이윤·이자소득이 더 크게 증가하는 경우 노동근로자에 비해 사업·금융업자의 부(wealth)가 더 크게 증가할 수 있다는 점, 저소득층의 경우 일반적으로 현금보유성향이 높기 때문에 인플레이션이 저소득층에서 고소득층으로 부의 이전을 초래할 수 있다는 점(Erosa and Ventura, 2002) 등에 근거한다. 통화정책과 소득분배에 관한 실증분석 결과를 보면, 미국의 경우 통화정책이 소득분배에 매우 큰 영향을 미쳤으며 긴축적 통화정책은 소득불평등을 악화시킨 것으로 나타났다(Coibion et al., 2012).³⁸⁾ 특히 1980년대초 Paul Volcker 미 연준의장의 강력한 인플레이션 억제(disinflation) 정책 이후 인플레이션 목표 수준의 영구적 하락은 소비 및 지출 면에서의 불평등을 악화시킨 것으로 분석되고 있다. 이처럼 통화정책이 다양한 경로를 통해 소득분배구조에 영향을 미칠 수 있다는 점에서 중앙은행은 통화정책 수행시 계층별·부문별 소득분포에 미치는 영향에 보다 유의할 필요가 있다. 예를 들면 연령, 자산·부채 등 개별 가구의 이질적 특성을 반영한 모형을 통해 통화정책이 소득분배에 미치는 효과를 분석할 수 있을 것이다.

한편 글로벌 금융위기를 계기로 금융의 사회적 역할이 강조되면서 전세계적으로 금융포용에 대한 논의도 활발히 진행되고 있다. 금융포용은 금융접근성 제고, 금융소비자 보호강화, 금융교육 확대 등의 업무를 포괄하고 있는데 개발도상국에서는 빈곤층에 대한 금융접근성이 강조되는 반면 금융발전 수준이 높은 선진국에서는 금융소비자 보호 및 금융교육 강화 등이 중시되고 있다. 일각에서는 금융포용이 취약계층의 금융접근성 확대로 금융안정과 상충되는 측면이 있다는 의견도 제기되고 있으나 금융포용은 예금, 대출, 지급결제 등 기본적인 금융서비스³⁹⁾의 제공에 초점이 맞추어져 있으며 반드시 취약계층에 대한 레버리지 확대나 금융기관의 대출건전성 약화를 의미하는

37) Stiglitz(2013)는 인플레이션 억제를 위한 금리인상 및 실업증가는 취약계층에게 삼중의 고통을 안겨주는데 첫째는 실업에 따른 고통이고 둘째는 실업증가로 임금이 하락압력을 받게 되는 것이며 셋째는 경제성장 둔화로 조세수입이 줄어들면서 공공부조프로그램이 삭감되는 것이라고 설명하였다.

38) 한국의 경우도 긴축적 통화정책이 소득불평등 악화와 긴밀한 관계에 있다는 일부 실증연구 결과가 존재하고 있다(백웅기, 2012).

39) 전세계적으로 금융기관 계좌를 보유하지 않고 있는 금융소외(financial exclusion) 인구가 약 25억명에 달하는 것으로 추산된다(CGAP, 2012).

것은 아니다. 또한 현재 금융포용에 관한 기준 제정을 담당하고 있는 BIS도 금융소의 현상이 금융 완결성을 저해하고 사회·정치적 위험을 초래한다는 점에서 궁극적으로 금융포용이 금융안정에 기여하는 측면이 크다는 입장을 피력한 바 있다(BIS 2012).

금융포용에 관한 국제적 논의도 최근 활발해 지고 있는데 2009년 G20 피츠버그 정상회의에서 개발도상국과 신흥국들이 자국의 성장·분배·개발 전략의 일환으로 금융포용을 주요 의제로 제기하여 공식의제로 결정된 바 있다. 말레이시아의 경우 2009년 금융포용을 중앙은행의 주요 기능에 포함하는 신중앙은행법을 제정하였으며 인도, 필리핀 등은 법에는 명시적으로 반영하고 있지 않으나 중앙은행의 핵심기능중 하나로 금융포용을 중시하고 있다.⁴⁰⁾ 다만 아직까지는 금융포용에 대한 국제논의 수준이 국가별 모범사례 소개, 국제적 기준 제정, 데이터 구축 및 측정지표 개발⁴¹⁾ 등에 머물고 있으며 금융포용의 구체적 정책수단, 경제적 영향 등에 관한 연구는 앞으로의 과제로 남아 있는 실정이다.

5. 정책적 시사점과 결어

“Unlike in the situation during the Great Moderation, which appears to be well described by models in which international monetary policy coordination has a relatively small benefit, international coordination might be quite useful in this rebalancing.” Taylor(2013).

금번 글로벌 금융위기를 계기로 세계 각국의 중앙은행은 정체성(identity)의 역사적 전환기를 맞이하고 있다. 대공황 이래 최악의 글로벌 금융위기를 경험하고 아직도 해결의 기미가 보이지 않는 상황에서 경제위기(economic crisis)뿐 아니라 경제학의 위기(crisis in economics)를 맞았다는 비판은 과거의 경험과 지식에 의존하여 위기를 극복하고자 하는 중앙은행 등 정책당국을 긴장하게 하고 있다. 경제학 교과서를 완전히 다시 써야 하는가의 과제는 경제학계의 숙제로 남게 되겠지만, 적어도 새로운 장(chapter)을 추가해야 한다는 데에는 이견이 있을 수 없는 상황에 처했다고 본다. 새 장이 다루어야 할 과제가 많이 있지만 금번 금융위기가 지난 한 세기동안 지탱되어 온 중앙은행의 기능에 대한 인식에 일대 변혁을 가져왔다는 사실은 포함되어야 할 것이다. 대안정기라고 지칭되어지는 기간 동안 성장과 안정을 동시에 향유하게 되었고 결과적으로 중앙은행의 역

40) 한국은행도 최근 금융포용 기능을 강화하였다. 가계부채 취약계층의 금리부담을 완화하고 제도권 금융기관에 대한 접근성을 제고하기 위해 2012년 9월 총액한도대출을 활용하여 저신용 영세자영업자에 대한 은행권 전환대출 확대 방안을 마련하여 2012년 11월부터 시행중에 있다. 또한 2012년 하반기에는 OECD INFE(International Network on Financial Education)와 연계하여 향후 금융교육사업의 국제 비교 기초자료로 활용할 목적으로 우리나라 국민들의 금융이해력을 측정하고 2013년 1월 동 결과를 발표한 바 있다.

41) World Bank 자료를 이용하여 전세계 98개국의 금융접근성을 물리적 접근성, 거래편의성, 거래비용 등 세 가지 측면에서 비교·분석한 결과에 따르면 벨기에가 가장 높은 순위를 기록한 가운데 우리나라는 5위로 금융접근성 수준이 매우 높은 것으로 평가되었다(Arora, 2010).

할을 상대적으로 소극적이고 제한적인 것으로 이해하였던 측면이 있었다. 그러나 전세계적으로 대다수 중앙은행이 금융안정의 기능을 어떠한 형태로든 수행하고 있었던 상황에서도 글로벌 금융 위기를 맞게 되었다는 사실은 종래의 중앙은행의 역할을 재정립하는 것을 불가피하게 하였다.

글로벌 금융위기 이후 국내외적으로 높은 불확실성이 지속되고 있는 상황에서 통화정책을 담당하고 있는 중앙은행으로서의 한국은행이 유념해야 할 몇 가지 사항을 언급하면서 본고를 마무리하고자 한다.

첫째, 글로벌 금융위기 이후 저성장-고실업의 고리에서 벗어나지 못하면서 중앙은행의 역할에 대한 인식이 변하고 있다는 점에 유의해야 한다. 지난 수십년간 파티에서 펀치그릇을 치우는 것(to take away the punch bowl)⁴²⁾으로 인식되었던 중앙은행의 역할이 이제는 저성장이 지속되고 물가상승 압력이 높아지지 않는 경우처럼 파티가 없거나 분위기가 식어 흥미를 잃게 되면 오히려 정부와 함께 정책적 노력을 경주하여 국민경제의 건전한 발전을 위해 기여하는 것이 필요하다는 주장으로까지 확대되고 있다.⁴³⁾ 우리나라의 경제상황이 선진 경제와 어느 정도의 차이는 유지하고 있으나, 글로벌 경제에서 활동하고 있는 한국은행으로서는 법적 기본책임인 물가안정의 기반⁴⁴⁾위에 물가안정목표제를 유연하게 운영하면서 경제의 성장세 회복을 위해 적절히 대응해 나가야 할 것이다. 다만 통화정책은 총수요관리를 위한 단기적인 대응정책이며 만병통치약(panacea)은 아니므로, 실물경제의 회복과 성장잠재력 함양을 위해서는 정부의 제반 거시경제정책과 규제관련 정책을 포함한 구조개혁정책들이 보다 적극적으로 역할을 하는 가운데 통화정책이 이와 조화를 이루는 방향으로 정책조합 방안을 모색하는 것이 정책의 유효성 측면에서 바람직할 것으로 판단된다. 이는 금융위기를 극복하기 위해 정책적 노력을 경주하는 거의 모든 선진 경제가 취하고 있는 전략이며 보편화된 정책선택이라고 할 수 있다.

둘째, 한국은행법 개정으로 새롭게 부여된 금융안정 책무를 성공적으로 이행할 수 있도록 적극적으로 노력해야 한다. 이를 위해 기존의 책무인 물가안정과 새로운 책무인 금융안정이 서로 충돌하지 않고 조화를 이룰 수 있도록 거시건전성분석기능을 적절하게 개발·활용하는 것이 핵심 과

42) William Martin 전 미 연준 의장은 연준의 역할을 “파티가 무르익기 시작할 때 punch bowl을 치우는 것(The Federal Reserve is in the position of the chaperone who has ordered the punch bowl removed just when the party was really warming up)”이라고 언급하였다(Martin, 1955).

43) Mankiw는 미국경제의 침체를 막기 위한 연준의 역할을 Martin 의장의 비유에 빗대어 파티가 시작할 때 punch에 술을 섞는 것(The Fed also has the job of spiking the punch with grain alcohol when the party starts to flag, and that is exactly what it has been doing.)이라고 언급하였다(Mankiw, 2007).

44) 한국은행은 2013년 이후 3년간 적용될 중기 물가안정목표를 소비자물가 상승률 기준으로 기존의 $3\pm 1\%$ 에서 2.5~3.5%로 변경하였다. 이와 같이 물가안정목표 범위의 폭을 축소하고 상한을 하향 조정한 것은 우리나라의 물가가 한국은행이 통제할 수 없는 공급요인에 의해 크게 영향을 받고 변동성이 크며 총수요 관리만으로는 대응하기 어려운 경우가 있음에도 불구하고 물가를 안정시키겠다는 강한 의지를 표명하기 위해 선택한 정책으로 보아야 한다. 또한 물가안정목표의 중심치를 폐지한 것은 향후 소비자물가상승률이 2%대 후반 수준을 보일 것으로 예상되므로 이에 상응하여 일반 경제주체들의 기대인플레이션율이 3%보다 낮아지도록 유도하기 위한 것이다.

제의 하나라 할 수 있다. 또한 새로이 정립되어 가고 있는 금융안정 관련 글로벌 개혁과제를 적절하게 이해하고 우리 실정에 맞게 수용할 능력을 갖추어야 한다. 실제로 글로벌 금융위기 이후 Basel III로 대변되는 금융규제개혁 노력에 거의 모든 나라에서 중앙은행이 중심적 역할을 담당하고 있는 상황이다. 한국은행법 개정으로 한국은행도 이러한 국제적 관행에 동참하게 되었으며, 이는 우리나라 특유의 실정을 국제규범 제정과정에 고려되도록 하는 계기를 만들었다.⁴⁵⁾ 이와 함께 한국은행법 개정에 따라 실행요건이 완화된 최종대부자 기능의 현실적 수행방안을 검토하고 주요국 중앙은행, 국제기구와의 금융협력 증진에도 노력할 필요가 있다.⁴⁶⁾

셋째, 변화된 환경에서 통화정책 운영체제가 중앙은행의 다변화된 정책목표를 달성하는 데 적합한지 지속적으로 점검해 나가야 한다. 최근 일부 선진국을 중심으로 제기되고 있는 통화정책 운영체제 변경 논의와 관련하여 한국은행은 1998년 도입된 신축적인 물가안정목표제를 변경할만한 적절한 사유를 현재로서는 찾을 수 없다고 판단한다. 이는 동 체제가 지난 10여년간 우리나라의 물가안정에 크게 기여한 효과적인 제도인 데다 주요 선진국과 달리 우리나라의 경우 기준금리 조정 여력이 있고 재정 건전성도 유지되고 있는 등 적지 않은 차이가 있기 때문이다. 또한 제반 경제여건에 비하여 국민들의 인플레이션 기대심리가 높게 형성되어 있는 등 인플레이 편향(inflationary bias)이 상존하고 있는 점도 물가안정에 대한 주의를 계속 기울여야 하는 이유이기도 하다. 다만 글로벌 금융위기가 종결되지 않았음을 고려할 때 통화정책 운영체제는 경제상황 변화를 감안하여 정기적으로 적정성을 점검하는 것이 필요하며 각종 변수를 함께 고려하면서 경제여건의 불확실성 등으로 인한 꼬리위험(tail risk)에 대비하기 위해 여러 가능성을 열어두는 개방된 자세를 견지할 필요가 있다. 선진국을 중심으로 한 통화정책 운영체제 개편 논의를 주시하면서 필요시 환경변화에 적절하게 대처할 수 있도록 폭넓은 정보를 수집하여야 하며, 동시에 새로이 제기되는 과제에 대한 적절한 이해를 갖추어야 할 것이다.

넷째, 통화정책의 수립·집행에 있어 국가간 파급효과에도 더욱 관심을 기울여야 하며 통화정책의 국제공조에도 적극 참여하여야 한다. 국가간 연계 강화로 각국의 통화정책이 상호 긴밀한 영향을 줄 뿐 아니라 개별국가의 통화정책이 글로벌 불균형을 증폭시킬 수 있는 상황에서 중앙은행은 국제공조 없이 독자적으로 정책을 수행하여 목적인 효과를 달성하기가 어려워졌다. 따라서 지속가능하고 안정적인 성장을 유지하기 위해서는 각국 중앙은행은 자국경제의 내부균형에만 초점

45) 현재 한국은행은 BIS-ACC(Asian Consultative Council) 의장직 및 FSB-RCG(Regional Consultative Group) for Asia의 공동의장직을 각각 2년씩 수행하고 있으며, 이 이외에도 다수의 국제회의 활동에 매우 적극적으로 참여하고 있다. 또한 IMF/OECD/BIS 등 국제기구와의 각종 과제에 대한 공동연구도 수행 중에 있는 점 등을 고려할 때, 이제는 한국은행이 아시아에서는 국제 활동에 대한 참여도가 가장 높은 중앙은행에 속한다고 생각한다.

46) 한국은행은 금융위기 이후 주요국 중앙은행과 통화스왑 등을 체결함으로써 금융안전망을 강화하였다. 최근에는 한·중 통화스왑자금을 활용하여 무역결제 지원하기로 하고 금년 1월부터 국내은행의 위안화 외화대출을 실시하고 있다. 이 문제는 통화스왑자금의 현실적 이용이라는 측면 이외에도 우리나라와 중국의 자국 통화 국제화노력의 일환으로 해석할 수 있다.

을 맞추지 말고⁴⁷⁾ 글로벌 균형(global equilibrium)을 염두에 두고 통화정책을 수행하고 국제공조를 도모하여야 한다. 특히 경제성장의 모멘텀과 거시경제정책의 효과가 약화된 상황에서 정책의 유효성을 제고하기 위해서는 글로벌 협력이 매우 중요하다. 통화정책은 지금까지 국내적 변수들을 고려하여 결정하는 것이 적절하며 국제공조로부터 얻을 수 있는 것은 크지 않다고 믿어져 왔으나, 이제는 모든 중앙은행들이 여타 중앙은행들의 결정에 서로 영향을 주고받는 상황에 처해 있으므로 실물경제부문의 협력에 못지않게 통화정책의 국제공조가 중요하다고 널리 인식되고 있는 실정이다.⁴⁸⁾

다섯째, 급변하는 상황 하에서 한국은행은 항상 대내외 경제여건 변화에 따른 대응방안을 마련하기 위해 노력해야 한다. 경제의 불확실성이 크게 확대된 점을 감안할 때 글로벌 여건의 변화를 정확히 예측하기는 어려우며 따라서 어떤 한 가지 경우만을 상정하기보다는 다양한 경우의 수에 대비하는 자세를 견지할 필요가 있다. 예를 들어 지금은 성장세 회복을 위한 방안에 주된 관심이 가고 있지만 선진경제의 회복 가시화에 따른 글로벌 인플레이션 우려로 주요국 중앙은행들이 출구전략을 시행할 경우 유동성 흡수 및 보유자산 매각 등의 조치가 국제금융시장에 혼란을 초래할 가능성에도 대비해야 한다.⁴⁹⁾ 한 마디로 과거의 경제패러다임에 적합한 특징이념이나 이론에 얽매이지 않고 새로이 변화하는 환경에 적응할 수 있도록 유연하게 대처해 나아가고자 한다. 동태적 일관성을 유지하고 선제적(preemptive)으로 통화정책을 운영하는 것은 중앙은행으로서는 놓치고 싶지 않은 명제이다. 이를 위해 재량적(discretionary)보다는 준칙에 근거하는(rule-based) 의사결정을 선호하고 있는 것이 지금까지의 관행이었으나 실제로 대외적 불확실성이 만연하는 상황에서는 이러한 관행이 오히려 경직된 의사결정을 초래할 위험도 존재한다고 본다. 잃어버린 20년으로 특징지어지는 일본경제 침체와 관련되어 일본은행의 역할에 대하여 제기되는 각종 논쟁들, 2007년 9월 중순까지는 당시 우리나라보다 더 높았던 5.25%의 정책금리를 갖고 있던 미국경제가 불과 1년 3개월 후 제로금리에 도달한 후 아직도 이로부터 벗어나지 못하고 있는 현실들이 중앙은행으로서의 깊게 유념해야 할 이슈들이다. 비전통적 수단에 의존하는 양적완화정책은 결국 실제

47) 자국경제의 내부균형에만 초점을 맞추어 정책을 시행할 경우 무역규제, 경쟁적 환율절하 등의 악순환으로 이어질 수 있으며 이는 모두에게 해가 되는 상황(Pareto-inferior Nash Equilibrium)을 초래할 수 있다.

48) 지금의 글로벌 경제를 뉴케인지언(New Keynesian) 체계에서의 복수균형(multiple equilibria) 상태, 즉 좋은 균형(good equilibrium)과 나쁜 균형(bad equilibrium)이 공존하는 상태로 볼 수 있다. 예를 들어 유로존 문제를 자체적으로 해결하여 균형을 유지한다면 이 국지적 균형(local equilibrium)은 그 지역으로는 좋은 균형일 수 있겠으나, 이러한 균형을 가져오는 정책이 만일 신흥경제권에 부정적 파급효과를 수반한다면 이는 신흥경제권으로서는 나쁜 균형이 될 수 있겠다. 이러한 국지적 균형 상태는 본질적으로 칼날위의 균형(knife-edge equilibrium)으로서 작은 충격에도 균형을 벗어날 수 있는 불안정 상태로 볼 수 있다. 따라서 국제공조를 통하여 양측에 공히 도움이 되는 해법을 찾는 것이 준최적(sub-optimal) 상태에서 벗어나 글로벌 균형(global equilibrium)에 접근하는 길이 될 것이다.

49) 지난해 12월에 열린 FOMC 의사록이 공개되면서 미국의 완화적 통화정책기조 전환(unwinding)이 예상보다 빠르게 시작될 수 있다는 가능성이 제기되면서 이의 시기와 방식에 대한 논의가 늘어나고 있다. 글로벌 금융위기가 예상치 못하게 발생한 점을 감안하여 선진국 중앙은행 정책전환에 대비하기 위해서는 선진국 통화정책기조 변화의 전제조건을 이해하는 것이 중요하다고 할 수 있다.

적으로 명목금리를 마이너스로 만드는 효과를 갖고 있는 것이며, 이는 매우 엄중한 현실이고 경제의 동태적 변화의 무서움을 일깨워주고 있다고 할 수 있다. 다시 말해, 무엇이 최적의 선택인지를 명료하게 알 수 없는 상태에 이르기도 한다는 점을 유념하면서 입수가 가능한 최대의 정보를 활용하여 다른 정책과 조화를 이루어 나가면서 선진정책의 기초라고 할 수 있는 실증적 자료를 바탕(evidence-based policy)으로 하는 정책을 수행해 나아갈 것이다.

마지막으로 최근 수십년간 중앙은행 최고의 덕목이라고 불리고 있는 중앙은행의 독립성(central bank independence)을 유지하면서 국가경제의 발전에 이바지하는 역할을 강화해 나아가고자 한다. 독립성이 고립성을 의미하는 것은 아니며 결코 다른 정책과의 조화를 배제하는 것은 더더욱 아니다. 두 가지 주요 이슈가 제기된다. 먼저 정치·행정부·시장 등으로부터 영향에서 벗어나의 사결정을 할 능력과 자기규율(self-discipline)을 전제로 독립성이 중앙은행에 부여된다고 볼 수 있다. 이를 위해서는 중앙은행 조직의 능력함양(capacity building)이 국가적 과제로 대두되는 것이다. 조화로운 정책을 제시하고 이를 이끌고 갈 능력을 구비하는 것이 중요하다. 특히 글로벌 금융위기를 극복하는 과정에서 거의 모든 나라에서 중앙은행이 경기회복 및 금융규제강화 양 측면에서 중심적 역할을 수행해오고 있다고 할 수 있다.⁵⁰⁾ 중앙은행 기능의 지평이 과거에 비해 매우 넓어졌으며, 특히 금융안정책무가 부여된 이후에는 어느 나라 경제에서든지 금융안정은 국가 각 기관들이 공동으로 책임을 지는 관계가 정립되고 있으며, 이에 따라 관련 기관간의 유기적 관계가 강화되고 있다.⁵¹⁾ 말할 나위 없이 정보의 공유와 글로벌 경제에 대한 이해가 올바른 정책선택의 전제조건으로 제기되고 있다. 중앙은행이 이러한 노력에서도 앞서 나아가야 할 책무를 지고 있다. 다음으로 과거에는 주목받지 못하였으나 최근에는 중앙은행정책으로 승자와 패자(winner or loser)가 초래된다는 주장이 강하게 대두되고 있으며, 이러한 맥락에서 중앙은행정책도 자산버블이나 소득분배의 문제에 과거에 비해 더 큰 관심을 가져야만 하게 되었다. 이는 물가안정을 달성함으로써 중앙은행 본연의 책무인 국민재산의 가치를 지키는 역할과 더불어 정책의 효과적 수행을 위해 필요한 국민의 신뢰를 얻기 위한 전제조건이며 이 조건이 성취되어야 중앙은행 독립성의

50) 한국은행은 앞에서 논의되었듯이 1998년에 한국은행법이 개정되면서 물가안정이라는 단일 책무를 부여받았으며 물가안정목표제를 수행하면서 중앙은행의 독립성을 이념으로 삼아왔다고 할 수 있다. 매우 높은 가치를 부여할만한 덕목임에는 틀림이 없다. 그러나 글로벌 금융위기를 경험하는 과정에서 전 세계 중앙은행의 역할이 다각도로 확장되었고, 동시에 글로벌 이슈를 다루지만 글로벌 기구(global jurisdiction)가 없어서 해결되지 않는 문제들에 대하여 중앙은행들이 국제공조를 펴으로써 그 역할을 부분적으로 담당하는 결과를 가져왔고, 한국은행도 이제는 그러한 활동에 적극적으로 참여하지 않으면 국가경제에 이바지하지 못하게 됨을 깨닫게 되었다고 할 수 있다. 이러한 변화가 정착될수록 한국은행의 위상은 높아질 것이며 국가경제에 대한 기여의 폭도 더 커질 것이다. 우리나라의 실물경제가 글로벌화된 것에 상응할 정도로 금융계와 중앙은행이 글로벌화가 될 때에 비로소 한국경제의 선진화가 달성될 수 있을 것으로 사료된다.

51) Bemanke 미 연준 의장은 중앙은행의 역할에 대해 다음과 같이 언급한 바 있다. "If you've had some background in economics you know that a central bank is not a regular bank, it's a government agency, and it stands at the center of the monetary and financial system of a country."(Bemanke 2012b)

진정한 명분도 살릴 수 있다고 믿으며, 이런 목표를 향해 매진해 나아갈 것이다.

■ 참고문헌

- 백웅기, “경제양극화 완화를 위한 경제정책 방향,” 『금융연구』, Working Paper 2012-02, 한국금융연구원, 2012.
- 한국은행, 『한국의 통화정책』, 2012.
- Adrian, T. and H. S. Shin, “Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy,” FRB NY Staff Report No. 346, 2008.
- Ambler, S., “Price-Level Targeting and Stabilization Policy: A Review,” *Bank of Canada Review*, Spring, 2009, pp.19-29.
- Arora, R. U., “Measuring Financial Access,” *Discussion Paper*, No. 2010-07, Griffith University, 2010.
- Bayoumi, T. and F. Vitek, “Macroeconomic Model Spillovers and Their Discontents,” IMF Working Paper 2013/4, 2013.
- Belke, A., I. Bordon and U. Volz, “Effects of Global Liquidity on Commodity and Food Prices,” *RUHR Economic Papers*, No. 323, 2012.
- Bernanke, B., “Central Bank Independence, Transparency, and Accountability,” Speech Delivered at Bank of Japan, May 26, 2010.
- _____, “Monetary Policy since the Onset of the Crisis,” Remarks Delivered at the FRB Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31, 2012a.
- _____, “The Federal Reserve and the Financial Crisis: Origins and Mission of the Federal Reserve,” Lecture offered at the George Washington University, March 20, 2012b.
- BIS, “Financial Inclusion: the Role of the Basel Process,” Opening Remarks at the First Annual GPFI Conference on Standard-Setting Bodies and Financial Inclusion: Promoting Financial Inclusion through Proportionate Standards and Guidance, Basel, Switzerland, October 29, 2012.
- Blanchard, O., “Monetary Policy in the Wake of the Crisis,” presented at IMF Macro Conference, 2011.
- Blanchard, O., G. Dell’Ariccia and P. Mauro, “Rethinking Macroeconomic Policy,” IMF Staff Position Note, 2010.
- Blinder, A. S., “Central Bank Independence and Credibility During and After a Crisis,” *Griswold Center for Economic Policy Studies Working Paper*, No. 229, 2012.
- Borio, C., “Central Banking Post-crisis: What Compass for Uncharted Waters?” BIS Working Papers No. 353, 2011.
- Bruno, V. and H. S. Shin, “Capital Flows, Cross-Border Banking and Global Liquidity,” Working Paper, Princeton University, 2012.
- Bullard, J., “Price Level Targeting: The Fed Has It About Right,” Speech at Economic Club of Memphis, 2012.
- Capie, F., C. A. E. Goodhart and N. Schnadt, “The Development of Central Banking,” *The Future of Central Banking: the Tercentenary Symposium of the Bank of England*, New York, Cambridge University Press, 1994.
- Camey, M., “A Monetary Policy Framework for All Seasons,” Remarks Presented to U.S. Monetary Policy Forum, New York, February 24, 2012.

- Carvalho Filho, I., "Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment," IMF Working Paper, WP/10/45, 2010.
- Cecchetti, S., "The New Economy and the Challenges for Macroeconomic Policy," NBER Working Paper, No. 8935, 2002.
- Coibion O., Y. Gorodnichenko, L. Kueng and J. Silvia, "Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality in the U.S.," NBER Working Paper No. 18170, 2012.
- Coletti, D. et al., "Commodities and Monetary Policy: Implications for Inflation and Price Level Targeting," Bank of Canada Working Paper 2012-16, 2012.
- D'Agostino A. and P. Surico, "Does Global Liquidity Help to Forecast U.S. Inflation?," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 41, 2009.
- Eichengreen, B. et al., "Rethinking Central Banking," Brookings Institution, 2011.
- Erosa, A. and G. Ventura, "On Inflation as a Regressive Consumption Tax," *Journal of Monetary Economics*, 49(4), 2002, pp.761-795.
- Feldstein, M., "The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability," in Christina D. Romer and David H. Romer, eds., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, University of Chicago Press, 1997, pp.123-166.
- Fleming, M., "Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rate," IMF Staff Papers 9, 1962, pp.369-379.
- Frankel, J., "Inflation Targeting is Dead. Long Live Nominal GDP Targeting," VoxEU.org, 2012.
- Fujiwara I. and K. Takahashi, "Asian Financial Linkage: Macro-Finance Dissonance," FRB Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 92, 2011.
- Galbraith, J. K., "With Economic Inequality for All," *The Nation*, 1998, pp.7-14.
- Goodfriend, M., "Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice," *Journal of Monetary Economics*, 58 (2011), 1-12, 2011.
- Goodhart, C. A. E., "The Changing Role of Central Banks," Delivered at 9th BIS Annual Conference, 24-25 June 2010.
- Goodhart, C. A. E., M. Baker, J. Ashworth, S. Anthony and A. S. O'Brien, "Monetary Target: Possible Changes under Carney," UK Economics and Interest Rate Strategy, Morgan Stanley, 2013.
- IMF, "The Liberalization and Management of Capital Flows: an Institutional View," IMF Policy Paper, November 14, 2012.
- Issing, O., "Lessons for Monetary Policy: What Should Be Consensus?" Paper Presented at the IMF conference "Macro and Growth Policies: A Post-Crisis Conversation," Washington, D. C., March 7-8, 2011.
- Johnson, S., "The Economic Crisis and the Crisis in Economics," Speech Prepared for the Presidential Address to the Association for Comparative Economics, San Francisco, January 4, 2009.
- Koenig, E., "All in the Family: The Close Connection Between Nominal GDP Targeting and the Taylor Rule," FRB Dallas Staff Papers No.17, 2012.
- Krugman, P., "A Model of Balance-of-Payments Crises," *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 1979, pp.311-325.
- Krugman, P., "Woodford on Monetary Policy (Sort of Wonkish)," *New York Times*, September 1, 2012.

- Lucas, R. E., "Expectations and Neutrality of Money," *Journal of Economic Theory*, Vol. 4(April), 1972, pp.103–124.
- Mankiw, N. G., "How to Avoid Recession? Let the Fed Work," *New York Times*, December 21, 2007.
- Martin, W. M. Jr., address before the New York Group of the Investment Bankers Association of America, October 19, 1955.
- McCallum, B. T., "How Should the Fed Respond to Large Fiscal Deficits?" mimeo, 2005.
- McCully, P and Z. Pozsar, "Helicopter Money: Or How I Stopped Worrying and Love Fiscal–Monetary Cooperation," Global Interdependence Center, 2013.
- Mishikin, F., "Will Monetary Policy Become More of a Science?" NBER Working Paper No. 13566, 2007.
- Mundell, R., "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates," *Canadian Journal of Economic and Political Science*, 29(4), 1963, pp.475–485.
- Nier, E., J. Osiński, L. JŁcome and P. Madrid, "Towards Effective Macprudential Policy Frameworks: An Assessment of Stylized Institutional Models," IMF Working Paper WP/11/250, 2011.
- Posen, A., "The Central Banker's Case for Doing More," *Policy Brief*, No. PB10–24, Peterson Institute for International Economics, 2010.
- Reinhart, C. M. and K. Rogoff, "Shifting Mandates: The Federal Reserve's First Centennial," Presentation at the AEA meetings, San Diego, Jan. 3, 2013.
- Samuelson, P. A. and W. D. Nordhaus, *Economics*, 19th edition, McGraw–Hill, 2010.
- Stiglitz, J. E., "A Revolution in Monetary Policy: Lessons in the Wake of the Global Financial Crisis," Lecture on January 3, Mumbai, 2013.
- Taylor, J. B., "International Monetary Coordination and the Great Deviation," American Economic Association Annual Meetings, San Diego, California, January 2013.
- Trichet, Jean–Claude, "Credible Alertness Revisited," remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on Financial Stability and Macroeconomic Policy, Jackson Hole, 2009.
- Vestin, D., "Price–Level Versus Inflation Targeting," *Journal of Monetary Economics*, 53(7), 2006, pp.1361–1376.
- White, W., "Should Monetary Policy 'Lean or Clean?'" FRB Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 34, 2009.
- Woodford, M., "Methods of Policy Accommodation at the Interest–Rate Lower Bound," Presented at the Jackson Hole Symposium, "The Changing Policy Landscape," August 31–September 1, 2012.